



Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC
Centro Sócio Econômico
Departamento de Ciências Econômicas
Curso de Graduação em Ciências Econômicas

PETERSON LUIZ BARBOSA

Estudo Sobre as Reservas Internacionais do Brasil

FLORIANÓPOLIS
2012

PETERSON LUIZ BARBOSA

Estudo Sobre as Reservas Internacionais do Brasil

Monografia submetida ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Santa
Catarina, como requisito obrigatório para a
obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador(a): Prof(a). Patrícia Ferreira Fonseca Arienti, Dr.

FLORIANÓPOLIS
2012

Universidade Federal de Santa Catarina
Curso de Graduação em Ciências Econômicas

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 10,0 (dez) ao aluno *Peterson Luiz Barbosa* na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof(a). Patrícia Ferreira Fonseca Arienti, Dr(a).
Orientador(a).

Prof. Helton Ricardo Ouriques, Dr.

Prof. Marcelo Arend, Msc.

Dedico este meu trabalho à minha esposa, companheira e amiga, Gisele Patrícia Barcelos. Que por ser extremamente dedicada aos seus entes amados, me fez enxergar os verdadeiros valores da vida. Trouxe-me paz e felicidade, além de me dar o maior presente de minha existência, permitindo-me “enganar o tempo” com minha posteridade: nossa filha Patrícia.

Dedico-o também à minha tia “Cida”, que me tinha como seu filho, e que tanto eu a amava, privou-nos de sua maravilhosa presença em 31/05/2012.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha Professora Orientadora Patrícia Ferreira Fonseca Arienti, que acreditou neste projeto e com muita generosidade expandiu meus horizontes e atenuou minhas limitações.

Agradeço ao meu colega de trabalho André Luis Rodrigues, cujo tema desta pesquisa foi-me apresentado dentre uma de suas sugestões e conselhos.

Agradeço a minha família (esposa, filha e enteados) pela compreensão e paciência com meu egoísmo, de ter feito somente meu um tempo que era nosso.

Honrar um pensador não é elogiá-lo, nem mesmo interpretá-lo, mas discutir sua obra, mantendo-o, dessa forma, vivo, e demonstrando, em ato, que ele desafia o tempo e mantém sua relevância. (Cornelius Castoriadis).

De tanto ver triunfar as nulidades; de tanto ver prosperar a desonra, de tanto ver crescer a injustiça. De tanto ver agigantarem-se os poderes nas mãos dos maus, o homem chega a desanimar-se da virtude, a rir-se da honra e a ter vergonha de ser honesto. (Rui Barbosa).

RESUMO

Desde que os bancos centrais não fazem mais uso de depósitos de ouro ou dólar norte-americano como lastro de suas moedas internas, os governos de economias abertas têm adotado como estratégia de proteção de suas economias frente momentos de vulnerabilidade externa, através da formação e manutenção de reservas de ativos conversíveis, chamadas de Reservas Internacionais, ou Reservas Cambiais. Estas reservas são utilizadas como proteção das economias nacionais contra ataques especulativos aos mercados financeiros e ao câmbio. Fatos recentes da economia internacional apontam que a formação destas reservas tem sido de enorme relevância no enfrentamento de crises, bem como atuado diretamente no grau de confiança e credibilidade dos governos ao qual pertencem, principalmente para países que não exportadores de capital financeiro, como o Brasil. O nível do volume das reservas brasileiras influencia diretamente em índices e fatores macroeconômicos (câmbio e taxa de juros, por exemplo), o que torna bastante relevante a discussão sobre como gerir esses ativos de forma mais eficiente. Entendendo os fundamentos dos mercados cambiais podemos compreender algumas particularidades sobre a gerência de ativos estrangeiros, sua liquidez e rentabilidade, além de questionar sobre a viabilidade da criação dos Fundos Soberanos. Na conjuntura internacional de sistemas econômicos globalizados, a manutenção de saldos em moedas reservas são prioridades cada vez mais recorrentes para os governos em suas políticas macroeconômicas.

Palavras-chave: Ouro. Dólar. Ativos. Política Econômica. Câmbio. Taxa de Juros.

ABSTRACT

Since central banks do not make more use of deposits of gold and U.S. dollar as their currencies internal ballast, the governments of open economies have adopted as a strategy to protect their economies against external moments of vulnerability, through training and maintenance convertible reserve asset, called International Reserves, or Foreign Exchange Reserves. These reserves are used as protection of national economies against speculative attacks on financial markets and foreign exchange. Several recent developments in the international economy suggest that the formation of these reserves has been of enormous importance in coping with crises, as well as acting directly on the degree of trust and credibility of governments to which they belong mainly to non-exporting financial capital, such as Brazil . The volume level of reserves Brazilian influences directly in indexes and macroeconomic factors (exchange and interest rate, for example), which makes it very important to discuss how to manage these assets more efficiently. Understanding the basics of foreign exchange markets can understand some peculiarities about the management of foreign assets, its liquidity and profitability, and inquire about the feasibility of SWFs. In the international context of globalized economic systems, maintenance balances in currency reserves are increasingly recurrent priorities for governments in their macroeconomic policies.

Keywords: Gold. Dollar. Assets. Economic Policy. Exchange Rates. Interest Rates.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1: Formação do Preço SDR.....	43
Gráfico 1: Preço real do Ouro nos EUA.....	45
Quadro 2: Taxas de Juros em agosto de 2011– Países selecionados.....	53
Quadro 3: Custos das Reservas Internacionais do Brasil.....	57
Gráfico 2: Variação do PIB – Países Selecionados.....	65
Gráfico 3: Reservas, Investimentos e Dívidas de Curto Prazo.....	67
Gráfico 4: Reservas Internacionais e o Risco Brasil.....	69
Gráfico 5: Investimentos em Carteira e o Risco Brasil.....	70
Gráfico 6: Investimento Direto Externo e o Risco Brasil.....	71
Quadro 4: Classificação dos graus de risco S&P em ordem decrescente.....	72
Quadro 5: Evolução do Rating do Brasil entre 2003 e 2011.....	72
Gráfico 7: Concentração dos Fundos Soberanos por Continentes em Julho de 2011.....	78

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Ativos das Reservas Oficiais do Brasil.....	41
Tabela 2: Distribuição das RI por Moedas.....	42
Tabela 3: Preço do SDR em Algumas Moedas.....	44
Tabela 4: Distribuição por Classes de Ativo das RI brasileiras.....	46
Tabela 5: Rentabilidade das Reservas Internacionais.....	48
Tabela 6: A Taxa SELIC e a Rentabilidade das RI.....	49
Tabela 7: Principais Gastos do Governo Brasileiro.....	58
Tabela 8: Relação (%) entre as RI e o PIB do Brasil.....	62
Tabela 9: Relação (%) entre as RI e as DECP do Brasil.....	62
Tabela 10: Maiores RI em US\$(bilhões) entre 2008 e 2010.....	63
Tabela 11: Relação entre RI e a Dívida Externa Brasileiras.....	68
Tabela 12: Os Principais Fundos Soberanos em Julho de 2011.....	79

LISTA DE SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil.

BIS - Bank for International Settlements (Banco de Compensações Internacionais).

CDS - Credit Default Swap (Padrão de Troca e Crédito).

CGU – Controladoria Geral da União.

CIA – Central Intelligence Agency (Agência Central de Inteligência).

CMN – Conselho Monetário Nacional.

COPOM – Comitê de Política Monetária

DE – Dívida Externa.

DECP - Dívida Externa de Curto Prazo.

DES – Direitos Especiais de Saque.

EAU – Emirados Árabes Unidos.

EMBI - Emerging Markets Bond Index (Índices Vinculados a Mercados Emergentes).

EUA – Estados Unidos da América.

FED - Federal Reserve (Reserva Federal).

FGV – Fundação Getúlio Vargas.

FMI – International Monetary Fund (Fundo Monetário Internacional).

FSB – Fundo Soberano Brasileiro.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

IBRE/FGV – Instituto Brasileiro de Economia / Fundação Getúlio Vargas.

IC – Investimentos em Carteira (aplicações no mercado financeiro).

ICC - International Chamber of Commerce: Câmara de Comércio Internacional.

IDE - Investimentos Diretos Externos.

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras.

IR – Imposto de Renda.

PIB – Produto Interno Bruto.

RI – Reservas Internacionais.

RME - Reservas em Moeda Estrangeira.

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

SFN – Sistema Financeiro Nacional.

SWF - Sovereign Wealth Funds: Fundos Soberanos.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 TEMA E PROBLEMA.....	12
1.2 OBJETIVOS	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.2.3 Justificativa.....	17
1.3 METODOLOGIA.....	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO: O MERCADO DE CÂMBIO	21
2.1 A NECESSIDADE DE SE OBTER DIVISAS	21
2.2 TAXA DE CÂMBIO.....	24
2.3 O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CÂMBIO	30
2.4 A PRÁTICA DA ARBITRAGEM DE CÂMBIO.....	32
2.5 TRÂNSFERÊNCIA DE MOEDAS ESTRANGEIRAS	34
3 AS RESERVAS INTERNACIONAIS	39
3.1 COMPOSIÇÃO DAS RESERVAS BRASILEIRAS.....	40
3.2 LIQUIDEZ E RENTABILIDADE DAS RESERVAS BRASILEIRAS.....	47
3.3 ALGUNS EFEITOS DA POLÍTICA DE ACÚMULO DE RESERVAS.....	50
3.3.1 O Custo Financeiro do Dinheiro.....	52
3.3.2 Custos de Oportunidade	56
3.4 O NÍVEL ADEQUADO DE RESERVAS.....	60
3.5 RESERVAS, DÍVIDA PÚBLICA E RISCO DE CRÉDITO	66
4 FUNDOS SOBERANOS COMO OPÇÃO DE INVESTIMENTO.....	74
4.1 CONSTITUIÇÃO DE FUNDOS SOBERANOS	75
4.2 FUNDO SOBERANO DO BRASIL.....	80
CONCLUSÃO.....	83

1 INTRODUÇÃO

A economia globalizada com sistemas de informação muito precisos e velozes, capazes de transmitir dados instantaneamente em tempo real, nos permite presenciar a ocorrência quase ilimitada de operações entre os sistemas financeiros internacionais. A tecnologia da informação tem sido uma excelente ferramenta de suporte a efetivação de operações financeiras, que por sua vez, dinamizam a realização de operações comerciais. As relações de trocas não são mais limitadas às distâncias geográficas e territoriais, e os interesses comerciais não se restringem às fronteiras nacionais. Os sistemas financeiros estão todos interligados e não há limites fronteiraços para a transferência de ativos, e em qualquer hora do dia há algum grande centro financeiro da economia mundial transacionando inúmeras operações.

As notícias econômicas são divulgadas quase que instantaneamente a qualquer hora do dia e transmitidas por todo o mundo, ocasionam reações em cadeia por parte dos agentes e participantes dos mercados financeiros. Como em qualquer momento há um grande centro financeiro em operação no mundo, e devido à integração operacional existente entre estes centros, pode-se afirmar que o mercado financeiro está aberto 24 horas por dia e “para ele o sol nunca se põe”. Embora as operações de câmbio ocorram em vários centros financeiros ao redor do globo, a tecnologia moderna das telecomunicações liga esses centros e faz deles um único mercado.

Revistas como “*The Economist*” e jornais como “*Financial Times*”, publicados em Londres, estão disponíveis em vários países no mesmo dia de sua publicação. A revolução nas finanças internacionais foi impulsionada pelos avanços da tecnologia da informação, computação e telecomunicações. Agências de notícias financeiras como a “*Bloombergs*”, “*Reuters*” e “*Bridge News*” propiciam uma contínua atualização dos acontecimentos relacionados ao mercado. Um investidor pode analisar a qualquer momento, em tempo real, acontecimentos do dia em Washington, acompanhar reações nos mercados financeiros de Tóquio, Londres, Nova York, ou qualquer outro grande centro financeiro internacional. Tudo isso com insignificantes custos de comunicação e transação. (CAVES; FRANKEL; JONES, 2001).

A crescente integração entre as economias nacionais ocasionadas por tratados de cooperação comercial, acordos de cooperação aduaneira, formação de polos econômicos comerciais, regiões internacionais sem fronteiras alfandegárias, têm acelerado de forma

exponencial o volume de transações comerciais e relações de troca entre os países. Essa “internacionalização” da economia permite uma crescente presença e atuação de empresas de importação e exportação e empresas multinacionais. Atividades empresariais entre mercados pertencentes a diferentes nações com moedas correntes distintas, são possíveis graças à intermediação financeira de instituições que efetuam a troca de ativos que lastreiam os termos de troca. Essa integração também se reflete no crescente volume de transações nos mercados financeiros. Investidores aplicam suas economias em papéis emitidos por governos ou empresas situadas em diversos países, de modo a não haver também limitações geográficas para essas aplicações. Os ativos que lastreiam estas operações podem mudar de país instantaneamente, bastando apenas que investidores efetuem trocas de ativos dentre os papéis oferecidos nos inúmeros leilões que ocorrem diariamente nas bolsas de valores. Um complexo sistema de intermediação financeira presente na economia mundial permite que não seja necessário o aporte físico desses ativos, mas tão somente um recibo (geralmente eletrônico) de depósito correspondente ao ativo que esteja custodiado em uma instituição credenciada.

Se as relações comerciais possuem o dinamismo que conhecemos hoje, é devido às propriedades que conferimos às funções da moeda (meio de pagamento, unidade de conta, reserva de valor). Pois é na moeda que projetamos nossa confiança e crédito para uma efetivação segura nas relações de troca. Ao aceitarmos uma moeda, implicitamente confiamos no poder de liquidação da entidade que a lançou. Nas relações internacionais, é muito relevante a confiança que autoridades emissoras de moedas precisam ter de seus parceiros comerciais para que se legitimem os termos de troca, pois a partir da década de 70, na maioria dos países a moeda não possui lastro. Essas moedas são emitidas com a finalidade de serem aceitas como meios de pagamento, mas não são conversíveis em metais-preciosos. Nisso ocorre a importância da existência de uma moeda de aceite internacional, que permita dinamismo também nos termos de trocas entre autoridades internacionais que emitam (ou possuam) moedas diferentes entre si.

O dólar norte-americano¹ e o euro são dois exemplos de moedas internacionais que lastreiam as transações financeiras e comerciais internacionais. Todas as demais moedas nacionais são negociadas em mercados de câmbio, sempre comparando seu poder de compra em relação ao dólar e ao euro. A importância dessas duas moedas nos meios de pagamentos confere aos países que não são emissores de dólar ou euro, a necessidade de constituírem e manterem reservas dessas divisas. O estoque de moedas internacionais permite a manutenção

¹ Sempre que for citada a moeda dólar no decorrer desta Monografia, subentenda-se sempre estar se tratando da moeda dólar norte-americano.

dos meios de pagamentos das nações nas suas relações comerciais entre si. Krugman (2009, p. 382) afirmou que “entre o final da Segunda Guerra Mundial e 1973, o dólar norte-americano era a principal moeda reserva e quase todos os países atrelavam sua moeda à taxa de câmbio do dólar”.

As taxas de câmbio de um país, que impactam diretamente no saldo da sua balança comercial, são fortemente influenciadas pelo nível de reservas monetárias internacionais que este país deseja manter. O nível dessas reservas é o principal fator que afeta o grau de confiança dos parceiros comerciais e investidores estrangeiros, sobre as aparentes condições de esse governo honrar seus compromissos. Nisso decorre a importância de as autoridades monetárias em elaborarem políticas cambiais, com metas e objetivos específicos quanto ao nível e composição de suas reservas estrangeiras. (ASSAF NETO, 2009).

A manutenção de reservas internacionais acarreta custos às autoridades monetárias, cabendo a elas avaliarem seus custos de oportunidade sobre o modo mais eficiente de gerirem seus ativos. Estas reservas são aplicações ou depósitos em ativos estrangeiros, que por sua vez, possuem características e rentabilidades peculiares. Governos que adotam práticas de acúmulos de grandes saldos de reservas cambiais, convivem com pressões acerca das possibilidades que tais aplicações poderiam propiciar a sua economia interna.

A política cambial e suas metas de níveis de reservas, ainda que seja assunto pertinente a um grupo restrito de especialistas e àqueles que de alguma forma se interessam por temas da economia internacional, suas repercussões afetam todos os aspectos micro e macroeconômicos de um país de economia aberta. O sucesso ou fracasso, lucros ou prejuízos, advindos de operações comerciais internacionais sofrem influência direta das políticas cambiais, o que torna as políticas sobre as reservas uma estratégia muito importante para os países que buscam equilíbrio e estabilidade econômica. (KRUGMAN, 2009).

1.1 TEMA E PROBLEMA

Desde a adoção do real (R\$) como moeda, em 1994, os governos brasileiros têm dado grande ênfase a política cambial no intuito de manter forte a nova moeda frente ao dólar. Os níveis de reservas internacionais desse período são bem peculiares, e estão diretamente

ligadas ao momento histórico e econômico enfrentado pelo país em circunstâncias distintas. As políticas cambiais adotadas influenciaram estas circunstâncias econômicas, e por elas também foram influenciadas. É possível perceber as prioridades adotadas em cada política econômica, sobre a necessidade ou não de formar poupança externa (aumentar o nível de reservas), e seus impactos sobre a vulnerabilidade da economia brasileira frente a problemas de conjuntura internacional. Os anos em que o Brasil apresentou baixos saldos de reservas internacionais acarretaram sérios problemas de credibilidade na economia brasileira ante aos possíveis investidores estrangeiros. Esta falta de confiança afeta o “risco” de poupadores investirem seus recursos na economia brasileira, e esta falta de recursos estrangeiros dificulta o financiamento dos projetos de crescimento econômico nacional. Poucas reservas dificultam também o controle das taxas de câmbio, deixando a economia vulnerável a ataques especulativos e a crises financeiras externas. Para alguns economistas, é questionável a necessidade de acúmulo de reservas e suas aplicações para países que adotam uma política de câmbio totalmente flutuante. (IBRE/FGV, 2010).

Houve também anos em que o saldo de reservas internacionais apresentou-se alto, consequentemente o risco dos “papeis” brasileiros baixou e os investimentos estrangeiros aumentaram consideravelmente. O país se manteve precavido de possíveis crises cambiais, pôde manter os níveis de consumo em momentos em que os termos de troca nos financiamentos internacionais se deterioraram, e baixou o custo de captação de recursos internacionais, pois uma queda no risco de crédito significa menor taxa de juros na tomada de empréstimos.

Um nível alto de reservas promove também prejuízos à sociedade brasileira, pois a manutenção das reservas internacionais gera custos financeiros e altos custos de oportunidade. O primeiro diz respeito à diferença entre os juros recebidos das instituições nas quais estas reservas estão aplicadas, e os juros pagos na captação de recursos utilizados para conversão de reservas internacionais. Se as reservas são aplicadas em títulos de baixíssimo risco, proporcionalmente baixo é o rendimento dessas aplicações (juros). Essa reserva é formada em grande parte pela captação de recursos com emissão de títulos oferecidos pelo governo brasileiro, cuja taxa de juros é muito superior à rentabilidade recebida dos depósitos estrangeiros. O segundo, diz respeito a um leque de opções que o governo teria para empregar estes recursos caso optasse por não aplicá-los em reservas exteriores, como amortização de dívidas já existentes, investimentos internos, ou até mesmo investimentos externos em ativos mais rentáveis (e com maior risco consequentemente). Para captação de recursos capazes de manter um alto nível de reservas, o governo brasileiro também oferta títulos de dívida pública

com altas taxas de juros. Num momento em que a economia brasileira apresenta bons índices que apontam aquecimento, estes títulos passam a ser bastante atrativos para os investidores – principalmente estrangeiros. Isso gera uma entrada de capitais no país que não se reflete em investimentos externos diretos, pois estes recursos não são aplicados nos setores produtivos da economia, capazes de alavancar o crescimento e desenvolvimento econômico. Mesmo para os investidores nacionais, uma taxa básica de juros atrativa, pode canalizar os recursos destinados a investimentos em setores produtivos, para aplicação em títulos públicos. A sociedade perde em não ter a oferta de emprego ampliada, além de ter acesso ao crédito dificultado com o alto custo do dinheiro devido às taxas de juros praticadas.

Nesse contexto, esta monografia tem por objetivo pesquisar e estudar as reservas cambiais do Brasil, em especial o período compreendido entre 1994, ano da implantação do Real, e o primeiro semestre do ano de 2011.

1.2 OBJETIVOS

Os objetivos desta Monografia são:

1.2.1 Objetivo Geral

Esta monografia tem por objetivo pesquisar e estudar as reservas cambiais do Brasil, em especial o período compreendido entre 1994, ano da implantação do Real, e o primeiro semestre do ano de 2011.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Apresentar os fundamentos dos mercados cambiais, bem como suas atividades operacionais. E mostrar com exemplos práticos como se efetuam as transferências de numerário entre sistemas monetários distintos;
- Estudar as características e peculiaridades das reservas em ativos estrangeiros, mantidas pelo Banco Central do Brasil em instituições financeiras internacionais assim como suas relações com as políticas cambiais, e os efeitos macroeconômicos delas provenientes.
- Analisar os ativos que constituem as Reservas Internacionais do Brasil, bem como sua liquidez e rentabilidade. Verificar os impactos macroeconômicos relacionados ao acúmulo de reservas.
- Analisar a formação dos Fundos Soberanos, suas premissas, suas características e objetivos. Citar os principais Fundos mundiais (maiores saldos) e suas concentrações por atividade e região, e questionar a viabilidade e objetivo da criação de um Fundo Soberano Brasileiro.

1.2.3 Justificativa

A relevância da discussão sobre as políticas de acúmulo de reservas internacionais se deve à complexidade das consequências destas políticas, e os reflexos das decisões tomadas pelas autoridades responsáveis e seus objetivos. Decisões que são tomadas conforme as prioridades e metas de cada governo, e que afetam de forma direta ou indireta, todos os setores da economia. Influenciam também na variação de todos os índices e indicadores macroeconômicos. É imprescindível a um economista o claro entendimento desses fenômenos relacionados a este tema, e sua capacidade em identificar tendências de resultados na prática dessas políticas.

Compreender seu funcionamento, suas causas e prever seus efeitos, requer amplo conhecimento em fundamentos micro e macroeconômicos. Porém, mesmo que não percebamos, a todo momento estamos sofrendo consequências das políticas cambiais. A repercussão dessas políticas é divulgada diariamente nos meios de comunicação, e discutidas ainda que indiretamente, em conversas de cunho econômico em diálogos fora do meio acadêmico. Ou seja, ainda que o termo “reservas internacionais” possa causar certo espanto e indiferença à maioria dos cidadãos comuns, os fatos que dele (este tema) são recorrentes de modo algum passam despercebidos.

No curso de Ciências Econômicas, o tema sobre as políticas de acúmulo de reservas é pouco abordado de forma direta e contínua. Mas é bem verdade que todos os demais temas que diretamente sejam relacionados às reservas internacionais, tais como taxa básica de juros, mercado cambial e balança comercial, são tratados com mais acuro em disciplinas distintas. Uma discussão sobre as reservas internacionais provoca a abordagem de inúmeros temas e conhecimentos que despertam o prazer de se discutir economia.

Ao descrever sobre este tema tão abrangente, tem-se a oportunidade de confrontar modelos, e montar um quebra-cabeça de conhecimentos pertinentes a vários setores da economia. Mas o principal é a contribuição que este estudo possa dar sobre o esclarecimento de um assunto tão pouco citado diretamente, porém muito presente na prática e na formação teórica acadêmica.

Espera-se que este estudo seja capaz de elucidar algumas dúvidas e questionamentos comuns a estudantes de economia, pertinentes às causas e efeitos das políticas cambiais, em especial o caso brasileiro.

1.3 METODOLOGIA

Marconi; Lakatos (2010, p. 44) enfatizam que “Todas as ciências caracterizam-se pela utilização de métodos científicos. [...] não há ciência sem o emprego de métodos científicos”. E dentre tantos conceitos de métodos podemos citar: Hegenberg (1976 apud *ibid.*, p 44) “Método é o caminho pelo qual se chega a determinado resultado, ainda que esse caminho não tenha sido fixado de antemão de modo refletido e deliberado”.

Para o alcance dos objetivos propostos nesta Monografia, usamos uma abordagem quantitativa do problema, cujas proposições são subsidiadas por informações obtidas em fontes oficiais de comunicação, artigos científicos, dados fornecidos por entidades oficiais do sistema financeiro, dados prestados por organizações de pesquisas e dados estatísticos. Não apresenta características qualitativas por não se aprofundar em questões que descrevam hábitos, atitudes ou tendências relacionadas à complexidade do comportamento humano nem de conteúdo psicossocial (ibid, p. 269).

A pesquisa tem objetivo descritivo na apresentação dos fatos econômicos analisados, já que se pretende apresentar uma correlação entre as políticas cambiais e seus efeitos macroeconômicos, em especial na economia brasileira. O procedimento é do tipo bibliográfico na fundamentação das ideias explanadas, pois são apoiadas em documentos e artigos publicados por especialistas e estudiosos em economia internacional, ou por entidades oficiais de publicações de pesquisas e coleta de dados.

O período de análise compreende principalmente, desde junho de 1994, quando a moeda Real entra em circulação no Brasil até dezembro de 2010, fim do segundo governo Lula. Mas poderão ser citados fatos e dados correspondentes a outros períodos (principalmente períodos mais recentes) caso sejam relevantes para melhor compreensão das explicações. São descritos os fatos econômicos relevantes à economia brasileira ocorridos neste intervalo de tempo, e que possam elucidar a compreensão dos fenômenos que foram impactados ou impactaram na política cambial.

Além dessa introdução, a monografia apresenta mais quatro capítulos. O segundo capítulo deste trabalho cita os principais conceitos e fundamentos sobre taxas de câmbio, mercado cambial, e política cambial, bem como suas aplicações teóricas e práticas. Há exemplos com unidades monetárias e instituições que facilitam o entendimento dos trâmites reais em operações de comércio internacional. Aborda o conceito e definição de alguns temas para facilitar ao leitor, melhor entendimento sobre os assuntos seguintes.

No terceiro capítulo, são abordados alguns temas sobre as Reservas Internacionais. Nele são explanadas correlações entre reservas, dívida pública e risco de crédito, com uso de gráficos, quadros e tabelas, constituídos de informações retiradas de entidades oficiais de estatística e pesquisa. Na sequência, índices macroeconômicos e financeiros são apresentados para justificar questões sobre a liquidez das reservas, e os efeitos das políticas de acúmulo mediante a conjuntura econômica atual.

O último capítulo apresenta os Fundos Soberanos como opção de aplicação das reservas. Com informações fornecidas por Instituições Internacionais (algumas financeiras)

são mostrados gráficos e tabelas sobre os principais Fundos Soberanos existentes, bem como suas fontes de ativos e seus objetivos sociais.

A fundamentação teórica faz-se valer de conceitos e modelos largamente explorados em manuais de macroeconomia. Artigos científicos e de cunho jornalístico, de autores compromissados com temas de política econômica e social são apontados e citados. Exemplos práticos e fatos históricos ocorridos no Brasil, em países desenvolvidos, em desenvolvimento, ou em processo de industrialização, são citados para complementação dos artigos e ideias explanadas. São apresentados também dados coletados de páginas eletrônicas do Banco Central do Brasil, IPEADATA, IBRE/FGV, CGU, FMI, CIA, Ministério da Fazenda e IBGE, para comprovação dos fatos citados sobre a economia brasileira.

2 REFERENCIAL TEÓRICO: O MERCADO DE CÂMBIO

Esta monografia aborda questões diretamente ligadas a políticas cambiais, portanto, faz-se necessário definir alguns conceitos e definições sobre o tema, tais como: taxas de câmbio; valorização e desvalorização cambial; alguns detalhamentos sobre os mercados cambiais; intervenção governamental na taxa de câmbio, e suas principais ferramentas de políticas cambiais e de reservas.

Obter um sucinto entendimento sobre o funcionamento do mercado cambial é imprescindível para compreensão sobre temas relacionados a mercados internacionais, comércio internacional, circulação e reservas de moedas estrangeiras, termos de troca e transferência de ativos entre residentes e estrangeiros, relações operacionais entre autoridades monetárias de nacionalidades distintas, e honra de compromissos externos à economia nacional.

2.1 A NECESSIDADE DE SE OBTER DIVISAS

No comércio interno, todas as transações realizadas entre residentes são liquidadas na moeda local do país. No comércio internacional isso não ocorre. Exatamente por ser quase impossível impor a um exportador que ele aceite como pagamento de sua exportação outra moeda que não seja a de seu país. Surge assim a necessidade de se trocar diferentes moedas, para que as liquidações financeiras do comércio internacional possam se efetivar.

Para a mensuração de preços entre diferentes moedas, surge a necessidade de uma moeda reserva que sirva como padrão para que por ela, todas as demais moedas possam ser comparadas. Esta moeda deve ter larga aceitação, confiança e credibilidade entre os agentes de comércio internacional. Estes ativos aceitos internacionalmente são chamados de “Moedas Conversíveis” ou “Moeda Reserva”.

A principal vantagem econômica que um país venha a ter caso sua moeda seja utilizada como ativo internacional (moeda reserva), é que ele auferirá senhoriagem² sobre a

² Senhoriagem monetária ocorre quando uma instituição ou nação possui controle sobre a emissão de uma moeda, e consequentemente, obtém receitas e vantagens com essa atividade.

manutenção de sua moeda em outros países, além de controlar a emissão e o volume desta moeda em circulação, ou seja, os demais países precisam adquiri-la por meio de troca de bens e serviços.

Todos – bancos, importadores, exportadores, tomadores de empréstimos, financiadores e bancos centrais – tendem a usar as moedas que os outros participantes do mercado estão utilizando. A escolha de moeda corrente não se baseia apenas na importância relativa de seus países emitentes na economia mundial em determinado momento, mas depende, também, do papel relativo das moedas num passado recente. (CAVES; FRANKEL; JONES, 2001, p. 430).

Países de economia aberta cuja moeda não é aceita internacionalmente como moeda reserva, ou seja, não auferem senhoriagem, necessitam de divisas para honrar seus compromissos externos, seja pelo pagamento de empréstimos ou compra de bens e serviços estrangeiros efetuados diretamente pelos governos; ou pelo pagamento de déficits no Balanço de Pagamentos. Isso implica que operações relativas a comércio exterior, muitas vezes culminam em operações de troca de ativos entre sistemas monetários diferentes. No caso de haverem moedas diferentes em operações comerciais ou financeiras, faz-se necessário a existência de uma relação cambial entre estas moedas. Negociações ativas entre países que adotam moedas distintas, invariavelmente requererem a existência de câmbio, e consequentemente a formação de divisas.

A necessidade de manutenção de reservas em ativos internacionais (divisas) se deve em parte para cobrir déficits do Balanço de Pagamentos³, que registra o pagamento de todas as transações correntes internacionais efetuadas por um país, destacando os pagamentos pelos vários tipos de operações realizados entre residentes e não residentes em determinado período. É bastante comum que um crescimento econômico seja acompanhado por um aumento no volume de importações, e consequentemente, aumento nas obrigações externas. Um déficit no Saldo de Conta Corrente obriga o governo a captar recursos no exterior mediante empréstimos ou investimentos diretos. Na dificuldade de obter estes recursos, terá que lançar mão de suas reservas monetárias internacionais, colocando em risco sua capacidade de pagamento. (ASSAF NETO, 2009). Caso ocorra sucessão de saldos deficitários em Transações Correntes sem que sejam cobertos pela conta de capital e financeira, forma-se

³ Com maior ênfase no Saldo em Conta Corrente onde se registram os somatórios dos saldos da Balança Comercial (exportações e importações); Balança de Serviços (viagens internacionais, transportes, seguros, rendas de capital, serviços governamentais e serviços diversos); e as Transferências Unilaterais (doações de mercadorias e assistência, remessas de imigrantes). Um aspecto conflitante na manutenção do balanço de pagamentos de um país deve ser considerado: ao se incentivar a entrada de recursos na economia provenientes de investimentos diretos, da mesma forma que colabora para reduzir o déficit em conta corrente, provoca também maior saída de recursos por meio de remessas de lucros e dividendos, atuando negativamente sobre esta mesma conta. Uma maneira de contornar isso seria uma desvalorização cambial visando estimular as exportações e provocar um superávit na balança comercial.

o estoque da dívida externa, que implica a necessidade de remessas de rendas futuras na forma de juros e lucros.

Os ativos mais usados como moeda reserva têm sido o dólar⁴ norte-americano, o euro e o ouro. “Boa parte das transações entre dólares e outras moedas nos mercados de divisas pode ser explicada pela importância do dólar como moeda veículo”. (CAVES; FRANKEL; JONES, 2001, p. 428). Conforme o modelo de política cambial adotada por cada governo, o seu respectivo banco central (ou autoridade monetária) procura adotar um ativo como moeda reserva, e tende a manter um nível dessas reservas que seja capaz de assegurar o cumprimento de seus compromissos financeiros internacionais.

Um dos objetivos para manutenção de divisas é mantê-las como um seguro contra momentos de instabilidade econômica internacional, seja por ataques especulativos a mercados financeiros; crises econômicas de mercados internacionais adjacentes; ou até mesmo seguro contra calamidades ocasionadas por eventos catastróficos. Ou seja, em momentos em que a economia nacional não for capaz de manter estabilidade nas relações comerciais e financeiras, o governo pode fazer uso das divisas para financiamento da reconstituição da estabilidade almejada.

O volume de divisas que um país possui é relevante também para os agentes e investidores externos, os quais comparam as dívidas e a liquidez (capacidade de pagamento) como um dos indicadores de risco de investimento. Governos que possuem baixas reservas em relação a suas dívidas públicas têm maior dificuldade na obtenção de financiamentos e investimentos externos.

Outra vantagem importante para manutenção de divisas é a possibilidade de o governo intervir no mercado cambial quando lhe convier (considerando-se que o governo adote políticas de intervenção cambial). Sempre que o governo considerar que haja pouca oferta de moedas estrangeiras, e que isso cause pressões desfavoráveis ao câmbio, a autoridade monetária pode vender suas reservas até que as negociações no mercado cambial lhe sejam convenientes.

⁴ Sempre que for citada a moeda dólar no decorrer desta Monografia, subentenda-se sempre estar se tratando da moeda dólar norte-americano.

2.2 TAXA DE CÂMBIO

O Banco Central do Brasil (BACEN) considera operação de câmbio como sendo a troca de moeda de um país pela moeda de outro. No Brasil, essa operação se caracteriza pela troca de unidades de uma moeda estrangeira pelo seu valor em reais. Por exemplo, quando um turista brasileiro vai viajar para o exterior e precisa de moeda estrangeira, o agente autorizado pelo Banco Central a operar no mercado de câmbio recebe do turista brasileiro a moeda nacional e lhe entrega (vende) a moeda estrangeira. Já quando um turista estrangeiro quer converter moeda estrangeira em reais, o agente autorizado a operar no mercado de câmbio compra a moeda estrangeira do turista estrangeiro, entregando-lhe os reais correspondentes.

O BACEN define taxa de câmbio como sendo o preço de uma moeda estrangeira medido em unidades ou frações (centavos) da moeda nacional. No Brasil, a moeda estrangeira mais negociada é o dólar dos Estados Unidos, fazendo com que a cotação comumente utilizada seja a dessa moeda. Dessa forma, quando dizemos, por exemplo, que a taxa de câmbio é 2,00, significa que um dólar dos Estados Unidos custa R\$ 2,00. A taxa de câmbio reflete, assim, o custo de uma moeda em relação à outra. As cotações apresentam taxas para a compra e para a venda da moeda, as quais são referenciadas do ponto de vista do agente autorizado a operar no mercado de câmbio pelo Banco Central. As taxas de câmbio praticadas no mercado de câmbio brasileiro são livremente negociadas entre os agentes e seus clientes e são amplamente divulgadas pela imprensa. O Banco Central do Brasil divulga, em sua página na internet, cotações diárias para as diferentes moedas. As taxas de câmbio são livremente pactuadas entre as partes contratantes, ou seja, entre o comprador ou vendedor da moeda estrangeira e o agente autorizado pelo Banco Central a operar no mercado de câmbio.

Os ofertantes de moeda estrangeira são basicamente: os exportadores, quando recebem seus pagamentos em moedas estrangeiras e são legalmente obrigados a convertê-las em moeda nacional; os turistas estrangeiros, que necessitam adquirir moeda interna para realizarem suas compras; os investidores internacionais, que trazem divisas para aplicar no país; os agentes econômicos, em geral, que tomam recursos no exterior para aplicarem em suas atividades; residentes que recebem transferências de rendas de não residentes. Em contrapartida, o grupo dos demandantes é formado basicamente por: importadores, que necessitam de moedas estrangeiras para saldarem suas dívidas; turistas nacionais que viajam para o exterior; os agentes econômicos que investem ou enviam renda para o exterior; os

agentes econômicos (pessoas, empresas e governo) que possuem dívidas no exterior e que precisam enviar divisas para quitar seus compromissos.

As regras que estabelecem as obrigações e responsabilidades de todas as partes envolvidas nas operações de comércio internacional são definidas pela Câmara de Comércio Internacional (CCI), cuja tarefa primordial é a de contribuir para a expansão deste tipo de comércio, pela criação de facilitadores na realização de negócios entre empresas de diferentes países. Os mercados cambiais oficiais também são muito bem regulamentados e gerenciados pelas autoridades monetárias. São apoiados em sistemas de informação e transferência de dados que os permitem ser muito eficientes, permitindo a atuação de autoridades monetárias, cujas consequências de suas intervenções produzem resultados imediatos em tempo real. Como resultado e objetivo deste complexo sistema, temos as definições de um dos principais índices macroeconômicos da economia global: a taxa de câmbio.

As transações comerciais entre residentes de países distintos que possuam moedas também distintas precisam de uma referência de relações de troca. Assim, há a necessidade de um mecanismo no qual as moedas domésticas e estrangeiras sejam trocadas entre si – a taxa de câmbio. A moeda de uma economia é como se fosse um produto, negociável no mercado, que pode ser negociado a determinado preço em relação a outras moedas. As taxas de câmbio podem ser classificadas como: Taxa de Câmbio Nominal⁵, usada para comparar o preço relativo entre duas moedas; ou Taxa de Câmbio Real, usada para mensurar o poder de compra entre duas moedas, e para tal faz-se necessário o uso de algum índice de preços ou cesta de produtos.

A relação taxa de câmbio (e) adotada pela maioria dos países, inclusive o Brasil, é definida como o preço da moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira:

$$e = \frac{\text{Moeda nacional}}{\text{Moeda estrangeira}}$$

O termo desvalorização cambial refere-se à elevação da taxa de câmbio, em que a moeda nacional perde valor em termos de outra moeda estrangeira. Ou seja, passa a ser preciso uma quantidade maior de moeda nacional pra se trocar por uma unidade de outra moeda. A desvalorização cambial aumenta o poder de compra do exportador, ao mesmo tempo em que encarece a despesa com importações em termos de moeda doméstica.

⁵ Neste trabalho, sempre que houver somente a expressão “taxa de câmbio”, estará implícito que se trata da Taxa de Câmbio Nominal.

Do contrário, valorização cambial refere-se à queda da taxa de câmbio, em que a moeda nacional ganha valor em termos de outra moeda estrangeira. A valorização cambial reduz o poder de compra do exportador, ao mesmo tempo em que reduz a despesa com importações em termos de moeda doméstica. Assim, uma redução da taxa de câmbio desestimula as exportações e incentiva as importações, ajudando a tornar baratos os produtos consumidos pelos residentes.

No mundo globalizado em que vivemos, onde a maioria dos países é de economia aberta e praticam centenas de milhares de transações financeiras e comerciais entre si diariamente, a taxa de câmbio se torna um dos principais índices macroeconômicos. Conforme a demanda por uma moeda específica, seu valor em relação às demais varia diariamente nos grandes centros financeiros. Neste momento, a moeda assume o papel de uma mercadoria, e como uma *commoditie* tem seu preço negociado e obedecendo as regras de oferta e demanda por esse ativo. Ricardo (1996, p. 105) já afirmara: “inevitavelmente a taxa de câmbio será desfavorável ao país onde o dinheiro existe em excesso”.

As taxas de câmbio são negociadas diariamente nos mercados cambiais e em bolsas de valores. E sua cotação diária pode receber intervenção de autoridades monetárias conforme sejam suas metas de política cambial. Os governos podem adotar um regime de taxa de câmbio fixo, flutuante, ou flutuante com bandas.

No caso de adoção do regime de **taxa fixa**, em que o governo tenta mantê-la constante, é necessário que tal governo adote e mantenha estoque de uma moeda reserva (divisa). Fazendo uso desta divisa para obter poder de negociação em suas intervenções nos mercados cambiais, o governo sempre ofertará ou comprará esta moeda reserva. Primeiro a autoridade monetária define a taxa pela qual quer manter seu câmbio fixo. Então, entra no mercado cambial, tendo que cobrir as ofertas ao fim dos leilões, em que o valor negociado da moeda estrangeira seja diferente da sua meta. Ou seja, ao fim de cada um dos diversos leilões diários, a autoridade monetária tem que estar disposta a comprar todos os depósitos em moeda estrangeira que estejam com preço acima da sua meta; e vender moeda estrangeira àqueles que estiverem dispostos a pagar menos que sua meta.

Historicamente, no regime de taxas fixas o lastro monetário já assumiu três formas diferentes: padrão ouro-clássico, onde as moedas apresentavam um valor fixo em relação ao preço do ouro, e entre elas uma relação fixa de intercâmbio. Este regime vigorou entre os anos 1880 e 1914; padrão ouro-dólar ou sistema de *Bretton Woods*, em que o objetivo era manter uma relação fixa entre a moeda interna e o dólar, enquanto este último era uma moeda

convertível em ouro em uma taxa fixa de US\$ 35,00 por *onça troy*⁶. Vigorou entre 1946 e 1971; moeda âncora, em que é feita a paridade da moeda interna em relação ao valor de uma moeda de reserva considerada estável.

Para a manutenção do câmbio fixo o governo abre mão de efetuar políticas monetárias, pois a oferta de moeda doméstica influencia na variação da taxa de câmbio. Isso ocorre porque um aumento da base monetária, sem que haja proporcional aumento na oferta de bens e serviços, gera um processo inflacionário. E na ocorrência de processos inflacionários, a moeda interna passa a ter menos poder de compra, e conseqüentemente, menos poder de troca com ativos estrangeiros (especialmente moedas estrangeiras), ou seja, gera desvalorização cambial. Assim, com o regime de câmbio fixo o governo fica impossibilitado de efetuar ajustes de controle de inflação pelo uso de políticas monetárias, e a política fiscal passa a ser seu principal instrumento para afetar o produto e o nível de emprego.

Uma das vantagens em adotar o regime de câmbio fixo, é a estabilidade que ele proporciona no cumprimento dos contratos atrelados a moedas estrangeiras, pois dá a segurança de que os termos de troca futuros serão os mesmos de quando ocorreram as negociações. Esta segurança aos investidores implica maior dinamismo nas relações internacionais, e diminuem as incertezas quanto ao poder de compra da moeda doméstica frente outras moedas. Na década de 90 a Argentina adotou o regime de câmbio fixo, que sob a Lei da Conversibilidade estabelecia a paridade de 1 para 1 entre o dólar norte-americano e o peso argentino. A paridade cambial é, quase sempre, usada por países em desenvolvimento para obter confiança dos investidores externos. A China e a Rússia, também adotam atualmente o regime de câmbio fixo em relação ao dólar, sendo a Rússia no modelo de âncora cambial. O Brasil recentemente adotou o regime de câmbio fixo entre 1994 e 1999.

No uso do regime de **taxas flutuantes**, as autoridades monetárias não são obrigadas a intervir no mercado cambial para determinar uma taxa fixa pretendida. A taxa de câmbio ajusta-se automaticamente a movimentos na oferta e demanda de divisas, e o balanço de pagamentos sempre opera de forma equilibrada. (KRUGMAN; OBSTFELD; 2000, pg. 13). As autoridades podem usar de políticas monetárias para atingirem objetivos de controle de inflação e taxa de juros. Porém, ficam sujeitos às investidas especulativas do mercado financeiro e cambial, podendo sofrer sérias perdas nos termos de troca com taxas de câmbio

⁶ A cotação internacional do preço do ouro tem por base o ouro de 24 Quilates (K) e a *onça troy* (oz). A liga metálica formada por 100 % do metal nobre ouro é denominada ouro 24K. O preço do ouro é comumente divulgado pelos meios de comunicação refletindo o preço de um *grama* ou de uma *onça troy* (equivalente a 31,1035 gramas).

desequilibradas. Este regime aumenta o grau de incertezas dos investidores quanto às condições futuras dos termos de troca, podendo dificultar a entrada de divisas à economia nacional, além de impactos negativos da desvalorização sobre o custo de vida. A Argentina e o Uruguai têm adotado o regime de câmbio flutuante desde fevereiro e junho de 2002 respectivamente, embora suas autoridades monetárias ocasionalmente tenham efetuado intervenções no mercado cambial.

Atualmente, muitos governos têm dado preferência em utilizar o regime de câmbio **flutuante com bandas**⁷, ou seja, a autoridade monetária define limites máximo e mínimo ao qual tolera a variação da taxa cambial, e intervém no mercado sempre que a taxa ameaçar ultrapassar esses limites. Este regime tenta acolher as vantagens dos regimes fixo e flutuante, deixando mais flexível o leque de opções que a autoridade monetária pode utilizar para buscar seus objetivos. Este tem sido na prática o regime adotado pelo governo brasileiro desde fevereiro de 1999⁸. Ainda que o BACEN não divulgue explicitamente os limites destas bandas, e declare adotar regime flutuante independente, ocasionalmente efetua intervenções neste mercado.

Em países de economia aberta que procuram priorizar o livre comércio, o regime flexível tem sido preferível, mas pode haver exceções: quando há uma integração forte entre um grupo de países, a ponto de adotarem uma moeda comum, uma vez que áreas monetárias comuns tendem a manter taxas de câmbio fixa e taxas de juros idênticas, como por exemplo, a Zona do Euro; ou quando a autoridade monetária de certo país não parecer confiável aos investidores internacionais, em adotar políticas monetárias responsáveis. Geralmente desencadeiam-se instabilidades nos mercados cambiais, quando os agentes participantes destes mercados têm motivos que os levem a crer que certa moeda logo sofrerá algum processo de desvalorização.

Na mídia é comum encontramos cotações de taxas de câmbio para dólar comercial, dólar turismo e dólar paralelo. O dólar comercial refere-se a operações de importação e exportação, investimentos estrangeiros no Brasil, além de empréstimos internacionais. Quando o governo realiza movimentações financeiras no exterior, o preço se refere ao dólar comercial. O dólar turismo é utilizado para a venda de espécie (papel moeda) e para

⁷ Desde janeiro de 1999 o governo brasileiro tem adotado o regime de câmbio flutuante, mas o BACEN tem autonomia para intervir no mercado sempre que a demanda por ativos estrangeiros, provocar variações na taxa de câmbio consideradas onerosas às políticas econômicas nacionais.

⁸ Três eventos causaram pressões no câmbio brasileiro desde 1999, que obrigaram o BACEN a intervir deliberadamente no mercado, mesmo em face de um regime vigente de taxas flutuantes: na troca de regime cambial naquele mesmo ano; efeitos colaterais advindos da crise econômica argentina em 2001; e a tensão pré-eleições presidenciais de 2002.

recarregar cartões pré-pagos, quando para uso de emissão de passagens aéreas ou compras com cartão de crédito fora do Brasil. O dólar paralelo refere-se ao comércio ilegal do chamado dólar não oficial, ou seja, dólares que circulam sem autorização ou supervisão do BACEN. O preço do dólar paralelo não está atrelado ao mercado financeiro, e geralmente seu preço é mais alto que os demais. Quem compra dólar paralelo não pode justificar sua origem, e consequentemente poderá ter problemas com órgãos oficiais, como a Receita Federal por exemplo. O dólar turismo geralmente tem seu preço maior que o comercial. Isso porque o custo do processo de custódia e o custo de oportunidade para manter moeda estrangeira em caixa, são maiores para as empresas do setor de turismo, do que para as empresas do setor monetário.

Há a obrigatoriedade⁹ de que todas as operações comerciais e financeiras em território nacional sejam efetuadas em valores da moeda nacional, ou seja, é obrigatório o uso da moeda nacional em operações no Brasil. A entrada de dólares na economia nacional se dá genericamente por três formas distintas: entra no país como propriedade de empresas exportadoras, como resultado de suas atividades no comércio internacional; entra como forma de investimento externo (direto ou não) pela compra de ações no mercado financeiro por parte de investidores estrangeiros; ou entra pela negociação de títulos cambiais por parte de instituições financeiras. Havendo a necessidade de conversão desses dólares em reais, as instituições financeiras (autorizadas pelo BACEN) recebem esses dólares de seus respectivos proprietários privados seja por compra direta no mercado de câmbio, entregando reais aos vendedores de dólares; ou por oferta de títulos de dívida pública (operação exclusiva do BACEN) entregando-lhes títulos por dólares.

Se o BACEN oferece reais por dólares, tende a desvalorizar a moeda interna e permitir aumento de inflação, pois aumento da base monetária sem que haja proporcional aumento na demanda de bens e serviços gera inflação, ou seja, faz a moeda nacional valer menos. Se por outro lado o BACEN oferece títulos por dólares, tende a aumentar a taxa básica de juros e desaquecer a produção interna, pois a retirada de dólares do mercado provoca valorização cambial, que leva a uma situação menos favorável na balança comercial, uma vez que a moeda nacional passa a ter maior poder de compra. Então a taxa de juros é uma ferramenta poderosa para frear uma possível aceleração do consumo agregado, além de tornar os títulos da dívida pública mais atrativos aos investidores externos.

⁹ Segundo norma do BACEN, os recursos recebidos do exterior destinados a residentes devem ser obrigatoriamente convertidos em reais em instituição autorizada a operar no mercado de câmbio pelo BACEN. Da mesma forma, a moeda estrangeira destinada ao exterior deve ser adquirida nessas instituições. As operações de câmbio feitas em desacordo com essas condições são consideradas ilegais.

2.3 O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CÂMBIO

O mercado cambial é o segmento do mercado financeiro em que são negociados diariamente os valores relativos entre a moeda nacional e moedas estrangeiras. De uma forma geral, o mercado cambial à vista é dividido em dois segmentos: o **mercado primário** e o **mercado secundário**, também chamado interbancário.

O mercado primário, também chamado de varejo, é aquele no qual os agentes primários domésticos (empresas, famílias e governo), os residentes, realizam operações comerciais e financeiras com agentes do exterior, os não residentes. Basicamente, estas operações constituem as transações do balanço de pagamentos, como transações de bens, serviços e ativos entre o país e o exterior.

O mercado secundário de câmbio, também conhecido como interbancário, é aquele no qual os bancos negociam entre si os depósitos de moeda estrangeira recolhidos junto ao mercado primário de câmbio.

A maior parte das transações envolvendo divisas estrangeiras ocorre no comércio interbancário e não está associada à prestação de serviços de importadores, exportadores e outros clientes. Isso implica que as transações de divisas no mercado financeiro alcançam volumes muito maiores que as transações reais, àquelas relativas ao consumo de bens e prestação de serviços. Uma razão para o gigantesco volume de transações interbancárias¹⁰ envolvendo divisas estrangeiras é o baixo custo dessas operações, relativos basicamente à transferência de dados eletrônicos, uma vez que não ocorre a transferência física desses ativos. Esses custos de transações hoje são significativamente menores que os observados no passado. Isso devido os avanços tecnológicos, economias de escala e elevada liquidez dos mercados. (CAVES; FRANKEL; JONES, 2001, p. 426).

Nas Bolsas de Valores ocorrem diariamente pregões de depósitos de moedas internacionalmente conversíveis, ou seja, moedas estrangeiras que podem ser trocadas pela moeda nacional e vice-versa. Neste mercado reúnem-se todos os agentes econômicos que tenham algum motivo para realizar transações com o exterior, mas seus principais integrantes são as instituições financeiras. Esse fato é consequência da intermediação financeira que estas

¹⁰ Dados divulgados pelo BACEN mostram que US\$ 202,726 bilhões ingressaram no Brasil entre 2003 e 2010. Nesse período, foi registrado o maior fluxo cambial da história do país: entrada de US\$ 87,454 bilhões em 2007. O resultado destes oito anos mostra inversão do fluxo quando comparado aos oito anos anteriores - entre 1995 e 2002, quando o fluxo cambial do Brasil registrou fuga de US\$ 26,278 bilhões. (BACEN, 2011).

instituições efetuam no mercado primário de câmbio, pois sendo elas custodiantes das divisas nas transações de remessas de ativos estrangeiros, é grande o volume de divisas que dispõem para negociação. E nos mercados secundários ajustam seus saldos de divisas conforme sua conveniência, efetuando compra e venda de divisas.

Ao BACEN se reserva o direito de executar a política cambial definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), regulamenta o mercado de câmbio e autoriza as instituições que nele operam. Fiscaliza o referido mercado, podendo punir dirigentes e instituições mediante multas, suspensões e outras sanções previstas em Lei. Além disso, o BACEN pode atuar diretamente no mercado, comprando e vendendo moeda estrangeira de forma ocasional e limitada, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio.

O BACEN define o mercado de câmbio como sendo o ambiente abstrato onde se efetuam as operações de câmbio entre os agentes autorizados por ele próprio, e entre estes e seus clientes, diretamente ou por meio de seus conveniados. O contrato de câmbio é o documento que formaliza a operação de compra ou de venda de moeda estrangeira. Dele constam informações relativas à moeda estrangeira que uma pessoa está comprando ou vendendo, à taxa contratada, ao valor correspondente em moeda nacional e aos nomes do comprador e do vendedor.

A demanda por moedas estrangeiras está diretamente relacionada ao saldo do Balanço de Pagamentos, pois nele reflete-se a necessidade de aquisição divisas para o cumprimento de obrigações internacionais por parte dos agentes econômicos. As autoridades monetárias de um país devem adquirir moeda estrangeira, e pagar em moeda nacional os exportadores de bens ou serviços e os devedores que tenham obtido empréstimos no exterior. Essa necessidade por moedas estrangeiras afeta sua cotação nos leilões que ocorrem diariamente nos mercados cambiais. A oferta e demanda define o preço de equilíbrio, mas a autoridade monetária pode intervir nas negociações para manter o preço ao nível que lhe convir.

As transações cambiais são processadas por meio de corretores, instituições credenciadas pelas autoridades monetárias a atuarem no mercado financeiro. Estas corretoras utilizando-se de contas correntes vinculadas a instituições financeiras que custodiam os depósitos em moedas ou títulos, que irão lastrear as operações de compra e venda de moeda estrangeira. Os titulares destes papéis dão às corretoras as devidas ordens de compra ou venda desses ativos. As transações ocorrem em diversos leilões diários, e realizam negócios os agentes que oferecem seus depósitos de moeda estrangeira pelo menor preço, com os agentes

que estão dispostos a pagarem o maior preço por estes mesmos depósitos. Quando a autoridade monetária decide intervir para manter a taxa de câmbio em determinado nível, ela deve estar disposta a cobrir todas as ofertas de compra ou venda da moeda estrangeira em questão, nos pregões que ocorrem no mercado secundário, e que possam comprometer sua meta cambial. Por exemplo: se a autoridade monetária quer manter a paridade de \$1,00 de sua moeda doméstica para US\$1,00 (dólar norte-americano), deverá comprar todas as ofertas dos agentes que desejarem vender dólar a preço inferior a \$1,00; e deverá vender a todas as ofertas dos agentes que estiverem dispostos a comprar dólar a preços superiores a \$1,00.

A taxa de câmbio oficial, que é utilizada como base de todas as operações cambiais no território brasileiro, é divulgada diariamente (por volta das 13h 10min) pelo BACEN com o nome de PTAX. É a taxa média de venda (compra) do dólar norte-americano comercial ponderada em valor, apurada pelo BACEN e que serve como referência para os negócios em dólar norte-americano. Tendo o dólar como moeda reserva, a PTAX é calculada para todas as moedas de maneira direta e indireta. As cotações de compra e de venda da PTAX são calculadas com base no resultado da taxa média (ponderada pelos volumes) das operações realizadas no mercado interbancário de câmbio com liquidação para dois dias. **A PTAX serve como referência, e não como taxa obrigatória.**

A metodologia do cálculo da PTAX é normatizada pelo BACEN na *Carta Circular n° 3506, de 23 de Setembro de 2010*, e é definida como a média aritmética das taxas de compra e das taxas de venda, de quatro consultas diárias aos *dealers*¹¹ em horários especificamente determinados.

2.4 A PRÁTICA DA ARBITRAGEM DE CÂMBIO

Arbitragem é uma operação financeira na qual um investidor auferir lucros sem (ou com pequenos) riscos, realizando transações simultâneas em dois ou mais mercados, privilegiando-se de uma possível diferença momentânea de preços para um mesmo bem. Quando a arbitragem é praticada em mercados cambiais, denomina-se arbitragem de câmbio

¹¹ *Dealers* são instituições financeiras, dentre aquelas autorizadas a operar no mercado cambial, escolhidas pelo BACEN segundo critérios de volume de negócios e qualidade na prestação de informações. As consultas aos *dealers* são efetuadas às 09h50min, 10h50min, 11h50min e 12h50min hr diariamente.

em que agentes tentam se beneficiar comprando moedas em um mercado, e vendendo-as em outros mercados em que seu preço seja maior, obtendo assim ganhos financeiros.

Nos mercados cambiais a taxa de câmbio é negociada entre a moeda nacional e uma moeda reserva (geralmente o dólar norte-americano). Como a maioria dos países também negocia suas moedas em relação a uma mesma moeda reserva, é possível calcular de forma indireta a taxa de câmbio entre todas as moedas. Por exemplo, na Bolsa de Valores brasileira (BM&F BOVESPA) não há pregões envolvendo compra e venda de dirham (moeda dos Emirados Árabes Unidos - EAU), mas como há operações de compra e venda de dólares, tanto na Bolsa brasileira quanto na emiradense, pode-se usar o dólar como parâmetro de mensuração de preços entre o real e o dirham. Nesse processo de cálculo envolvendo três moedas, é comum ocorrerem disparidades classificadas como arbitragem cruzada de câmbio.

Por exemplo: suponhamos que em algum mercado exista a relação de troca entre reais e dólares norte-americanos tal que $\text{US\$ } 1,00 = \text{R\$ } 1,80$; que em algum mercado exista a relação de troca entre euros e dólares tal que $1,00\text{€} = \text{US\$ } 1,35$; e que em algum mercado exista a relação de troca entre euros e reais tal que $1,00\text{€} = \text{R\$ } 2,60$. Neste exemplo, caso não haja custo de transação, um agente do mercado cambial pode fazer uso da arbitragem para aferir lucros, pois ele pode trocar $\text{R\$ } 10,00$ por $\text{US\$ } 5,56$ no primeiro mercado; em seguida, trocar $\text{US\$ } 5,56$ por $4,12\text{€}$; e finalizar no terceiro mercado, a troca de $4,12\text{€}$ por $\text{R\$ } 10,70$, realizando lucro de 7% sobre o investimento inicial.

Devido à existência de muitos participantes e aos produtos comercializados serem bastante homogêneos (isto é, um depósito em ienes é o mesmo onde quer que você o compre), esse mercado adapta-se ao modelo de concorrência perfeita dos economistas clássicos. (CAVES; FRANKEL; JONES, 2001, p. 426).

Há também prática de arbitragem somente pela diferença de preço de uma mesma moeda em mercados diferentes, chamada arbitragem interespacial de câmbio. Por exemplo, uma instituição financeira que negocie títulos mobiliários tanto na bolsa de Nova Iorque quanto na bolsa de Londres, pode perceber que nas operações cambiais entre o dólar e o euro, haja diferença nas taxas de câmbio praticadas pelas bolsas citadas em algum momento do dia de pregão: $1,00\text{€} = \text{US\$ } 1,35$ em Nova Iorque e $1,00\text{€} = \text{US\$ } 1,37$ em Londres. Esta é uma situação muito factível pelo fato de as transações serem efetuadas em tempo real por comandos eletrônicos, e os custos comparados aos volumes de transação serem irrelevantes. Ao trocar $\text{US\$ } 1.000,00$ por $740,74\text{€}$ em Nova Iorque, e momentaneamente trocar $740,74\text{€}$

por US\$ 1.014,81 em Londres, teria um lucro de 1,48% com apenas dois comandos eletrônicos quase que instantaneamente.

Existe ainda a arbitragem intertemporal de câmbio, envolvendo diferentes preços de uma mesma moeda em tempos diferentes. Por exemplo, um agente compra dólares no mercado futuro a uma taxa de R\$ 1,70 para 60 dias. Mas, este agente tem fortes motivos (possivelmente informações privilegiadas) para crer que em 60 dias o dólar será cotado a taxas superiores a que ele comprou, então realizará lucro no momento do resgate de sua compra futura.

A prática de arbitragem não é ilegal segundo a legislação brasileira, exceto para operações realizadas nos mercados financeiros efetuadas por agentes com informações privilegiadas, os quais são passíveis de punição pela CVM. As transações se resumem a comandos eletrônicos de compra e venda de divisas e seus baixos custos de operação permitem que alguns agentes dos mercados cambiais se especializem nesta atividade. A prática é tão comum que o BACEN normatizou um tipo de conta contábil para as instituições financeiras contabilizarem seus lucros (ou prejuízos) com operações de arbitragens cambiais. Dentre as atribuições pertinentes às instituições autorizadas a operarem nos mercados cambiais, o BACEN permite “... operações no mercado interbancário, arbitragens no País e, por meio de banco autorizado a operar no mercado de câmbio, arbitragem com o exterior...”.

2.5 TRÂNSFERÊNCIA DE MOEDAS ESTRANGEIRAS

A Transferência de moedas entre sistemas econômicos diferentes se dá mediante a necessidade de honra de compromissos em operações de comércio exterior - importação e exportação. Trata-se basicamente na troca de ativos entre agentes comerciais ou financeiros, cujas atuações ou prestação de serviços situem-se em locais regidos por sistemas financeiros que adotam moedas diferentes.

No Brasil não é permitido a livre circulação de moedas estrangeiras, e por isso os interessados em efetuarem operações financeiras e monetárias com tais moedas, devem seguir as normas instituídas pelo BACEN para este fim, denominado REGULAMENTO DO MERCADO DE CÂMBIO E CAPITAIS INTERNACIONAIS (RMCCI).

Segundo normatização e orientação do BACEN, os interessados em efetuarem trânsito de recursos em moedas estrangeiras, devem dirigir-se a um agente autorizado a operar no mercado de câmbio. Este pode ser um banco, caixa econômica, sociedade de crédito financiamento e investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora, ou ainda, a uma empresa conveniada de uma dessas instituições, e apresentar a documentação que lhe for solicitada para a realização da operação de câmbio¹². O agente deve lhe informar a taxa de câmbio praticada, tarifa cobrada e procedimentos adicionais, e assim constituem um **contrato de câmbio**¹³.

As operações de câmbio são realizadas diretamente entre o cliente e o agente do mercado de câmbio. As transferências internacionais de valores são efetuadas entre o agente localizado no exterior e o agente localizado no Brasil, não havendo nenhum trânsito de moeda pelo BACEN. Os recebimentos ou pagamentos de encomendas internacionais não são considerados operações comerciais, não se confundindo, portanto, com pagamentos relativos a exportação ou importação. O pagamento de encomenda internacional é conduzido como transferência financeira.

De acordo com as normas cambiais em vigor, as pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, sendo contraparte na operação agente autorizado a operar no mercado de câmbio. A taxa de câmbio é livremente pactuada entre os agentes autorizados a operar no mercado de câmbio ou entre estes e seus clientes. Deve ser observada a legalidade da transação, tendo como base a fundamentação econômica e as responsabilidades definidas na respectiva documentação. Além das normas cambiais, deve também ser observada a regulamentação dos demais órgãos governamentais.

Na transferência de moeda estrangeira de um país para outro não ocorre o trânsito do numerário físico, mas somente transitam informações contábeis (informações eletrônicas de débitos e créditos) em sistemas de liquidação e custódia entre os agentes autorizados a operar no mercado de câmbio e instituições financeiras intermediadoras do processo (Bancos Centrais). Esse trâmite é muito semelhante ao que ocorre com o sistema de pagamentos interbancários e o sistema de compensação de cheques.

¹² Outra opção para o envio e recebimento de recursos é a utilização do vale postal internacional, dos Correios, nas situações previstas na regulamentação cambial. Em geral, o valor máximo que pode ser transferido por meio dessa sistemática é definido pelos Correios. (BACEN; 2010).

¹³ O **Contrato de câmbio** é o instrumento específico firmado entre o vendedor e o comprador de moeda estrangeira, no qual são estabelecidas as características e as condições sob as quais se realiza a operação de câmbio.

De forma sucinta e ignorando os prazos legais, a transferência dos ativos referente a uma transação de comércio internacional ocorre conforme o “*exemplo A*” a seguir.

Exemplo A:

Suponhamos que uma empresa operante no território brasileiro, que chamaremos de **Cliente**, pretenda comprar uma mercadoria que é vendida no exterior por outra empresa, a qual chamaremos de **Fornecedor**. Nessa transação de comércio exterior, o **Cliente** e **Fornecedor** precisam da intermediação de duas instituições financeiras autorizadas a operarem no mercado de câmbio. A estas instituições chamaremos de **Banco EXPO**, que prestará assistência ao **Fornecedor**, e **Banco IMPOR** que prestará assistência ao **Cliente**. Obviamente, tanto o **Cliente** quanto o **Fornecedor** deverão possuir conta corrente de movimentação financeira nas instituições que respectivamente os assistam.

Uma vez confirmado o negócio de importação e firmados os contratos de câmbio, a liquidação do processo se dá mediante a concretização da entrega do bem ao **Cliente** e o pagamento efetuado ao **Fornecedor**. Mas o pagamento só é liberado após a confirmação da entrega do bem importado, salvo nas condições de pagamento financiado se pré-definidas nos contratos de câmbio.

Havendo a liberação do pagamento, o **Cliente** deposita no Banco **IMPOR** a quantia em moeda nacional correspondente ao preço do bem em moeda estrangeira conforme taxa de câmbio previamente acordada¹⁴. Por sua vez, o **Fornecedor** recebe um crédito em moeda estrangeira na sua conta corrente no **Banco EXPO**. Nesse ponto, tanto **Cliente** quanto **Fornecedor** concretizam seus objetivos, ficando agora ajustes financeiros a serem realizados entre seus Bancos que participaram do processo, por comandos eletrônicos do sistema de pagamentos interbancários.

O **Banco EXPO**, para cobrir o crédito na conta do **Fornecedor**, emite um lançamento contábil a débito de sua conta reserva que possui no Banco Central de seu país (que chamaremos de **EXPOCEN**). Para o **Banco EXPO**, creditou o **Fornecedor** e debitou o **EXPOCEN**, realizando saldo zero para essa operação. Já o **Banco IMPOR**, que recebeu o pagamento do **Cliente**, emite um lançamento a crédito de sua conta reserva no BACEN. Para o **Banco IMPOR**, debitou o **Cliente** e creditou o **BACEN**, realizando saldo zero ao fim desta

¹⁴ Se o depósito for em moeda nacional, será necessária a realização da operação de câmbio no Brasil entre o **Cliente** e o **Banco IMPOR** e a taxa de câmbio será aquela negociada entre ambos, assim o **Fornecedor** recebe seu numerário sem necessidade de operação de câmbio no exterior.

operação. Ambos os bancos ajustaram seus balancetes, ficando agora uma pendência contábil nos balancetes dos respectivos Bancos Centrais.

Neste ponto do processo, o BACEN e o EXPOCEN efetuaram ajustes contábeis iguais ao realizados no processo anterior. Porém, a autoridade monetária que irá intermediar essa nova etapa do processo será o BIS¹⁵. A liquidação dessa transferência de ativos estrangeiros se realiza com um débito na conta reserva do BACEN com respectivo crédito na conta reserva do EXPOCEN, ambas pertencentes ao passivo do BIS. Nesse processo observamos a importância de os Bancos Centrais de economias abertas, obterem contas de reservas internacionais no BIS para concretização de operações financeiras internacionais.

No caso de uma remessa de dinheiro do Brasil para o exterior (simples transferência de moeda sem que haja uma transação comercial), na forma de ordem de pagamento entre residentes e não residentes ocorre do seguinte modo, conforme a seguir no “*exemplo B*”.

Exemplo B:

Remessas do Brasil para o exterior devem ser feitas exclusivamente em moeda estrangeira, e a taxa de câmbio é negociada entre o **remetente** (aquele que está no Brasil e fará a remessa do dinheiro) e uma instituição autorizada pelo BACEN a operar no mercado cambial, a qual chamaremos de **Banco IMPO**. O **remetente** deve informar à instituição que efetuar o depósito, dados que identifiquem o **beneficiário** (aquele que receberá o dinheiro no exterior). Normalmente, os dados mais importantes são a identificação da instituição no exterior para onde será feita a remessa, a qual chamaremos de **Banco EXPO**, além do endereço e da identificação do **beneficiário**. Após a confirmação do depósito do **remetente**, o **beneficiário** se apresenta ao **Banco EXPO** e efetua o saque do dinheiro. Como não existe o trânsito físico deste dinheiro, os trâmites contábeis entre as instituições envolvidas no processo são iguais às descritas no “*exemplo A*”.

O mercado cambial e todas suas normas e legislações específicas, foram desenvolvidos com o objetivo de estabelecer o máximo possível de lisura, segurança e agilidade nas operações de comércio internacional. A dinâmica operacionalidade das relações comerciais internacionais depende da manutenção de reservas internacionais por parte de

¹⁵ **BIS** - Bank for International Settlements. Banco de Compensações Internacionais, sediado na cidade de Basileia na Suíça.

autoridades monetárias. Conforme descrito anteriormente no “*exemplo A*” e no “*exemplo B*”, a existência de reservas de divisas permitem grande dinamismo às transações financeiras, propiciando segurança e agilidade por dispensar o trânsito físico de numerário.

A necessidade de depósitos de reservas de divisas pelos Bancos Centrais se dá também pela manutenção dos sistemas de compensação, sistemas de liquidação e custódia, e sistemas de pagamentos interbancários, cuja finalidade dos mesmos é a eficiência e eficácia das transações financeiras nacionais e internacionais. Pois vale lembrar-se de épocas passadas do comércio em que estes sistemas ainda não existiam, em que as transações eram concretizadas somente pelo aporte físico dos ativos, sem possibilidade de transferências eletrônicas.

No mundo globalizado de nossos dias, com larga predominância de países com economia aberta, a formação de divisas é algo indispensável. A operacionalidade das transferências internacionais de ativos financeiros, os trâmites que envolvem as relações de comércio exterior, os fatores e expectativas que gerenciam os mercados cambiais, são temas muito complexos cujas nuances rendem discussões acadêmicas à parte. Mas esta breve elucidação sobre estes temas nos permite permear sobre questões relativas às Reservas Internacionais e algumas de suas características.

As tecnologias da informação, bem como os avanços das telecomunicações nos permitiram usufruir um sistema complexo e eficiente de transferência de ativos, com efetivação de operações em tempo real, independentemente das distâncias geográficas envolvidas. Informática e telecomunicações são ferramentas imprescindíveis aos sistemas financeiros, os quais são muito eficazes nas funções a que se propõem, e certamente, sem seus serviços o mundo do qual vivemos hoje não seria o mesmo.

3 AS RESERVAS INTERNACIONAIS

A dinâmica do comércio internacional e das operações financeiras internacionais exige que países com economias abertas mantenham estoque de divisas (conforme descrito na seção 2.1, e 2,5). Esse capítulo apresenta algumas características sobre as reservas de divisas, dando ênfase especial às reservas internacionais brasileiras em cinco pontos relevantes:

- **A composição das reservas brasileiras** – os principais ativos usados pelo BACEN para manutenção e proteção das suas divisas;
- **A liquidez e a rentabilidade das reservas brasileiras** – a aceitação e o retorno obtido pelo BACEN ao negociar os ativos que constituem as reservas brasileiras;
- **Efeitos das políticas de acúmulo das reservas** – as perdas e ganhos (financeiros e de oportunidade) que o acúmulo de divisas proporciona ao governo brasileiro, além de citar outras formas de aplicação desses ativos;
- **O nível adequado das reservas** – considerações sobre volumes mínimos e máximos de saldos de divisas segundo alguns modelos internacionais;
- **Reservas, dívida pública e risco de crédito** – existe uma relação direta entre estes índices macroeconômicos. O volume de reservas internacionais comparado ao volume de dívidas governamentais afeta direta e relevantemente a avaliação de risco de crédito atribuído a uma nação.

Desde 2002 as políticas econômicas adotadas pelos governos brasileiros têm dado relevância à necessidade de formação de grandes saldos de reservas internacionais. A partir de então que as discussões sobre manutenção, características, custos e benefícios relativos às reservas de divisas, surgiram com frequência nos meios de comunicação sobre assuntos de política econômica. Em 2008, estas discussões ganharam novas vertentes com a criação do Fundo Soberano do Brasil, e os temas que dele decorrem são cada vez mais recorrentes nos assuntos pertinentes ao futuro do Brasil.

3.1 COMPOSIÇÃO DAS RESERVAS BRASILEIRAS

No Brasil¹⁶, assim como na maioria dos países, as reservas são aplicadas de forma conservadora, sendo aplicada, majoritariamente, em títulos do governo norte-americano por serem considerados os ativos mais seguros no sistema financeiro internacional. Como contrapartida, é o ativo que possui menor rendimento, gerando custos de carregamento¹⁷.

Os custos de carregamento têm despertado entre economistas e especialistas do assunto, questões sobre a necessidade de se buscar investir parte das reservas em ativos mais rentáveis. Parte significativa das Reservas Internacionais (RI) trata-se de depósitos de divisas em instituições financeiras externas, os quais auferem rendimentos distintos.

Para apuração dos resultados o BACEN computa os valores desses ativos em função do dólar, ou seja, seu balancete apresenta o saldo desses ativos convertidos aos seus respectivos valores em moeda norte-americana. A adoção deste parâmetro faz com que a apuração dessas aplicações seja sensível à taxa de câmbio entre o dólar e as demais moedas que compõem a carteira de ativos das RI. Assim, sempre que o BACEN atua no mercado cambial em favor de uma valorização do Real, está diretamente afetando, desfavoravelmente, no rendimento de suas reservas cambiais. Ou seja, como as RI são em sua maior parte aplicadas em títulos do tesouro norte-americano, e as demais aplicações têm seus saldos convertidos em dólares, então uma valorização cambial (desvalorização do dólar) provoca prejuízo na apuração real das reservas.

Periodicamente o BACEN¹⁸ divulga a composição dos ativos das RI discriminados em saldos de milhões de dólares. E no último dia de cada mês publica o seu Balancete Patrimonial, no qual também é divulgada a composição das RI discriminadas em saldos de milhares de Reais (convertidas de dólar para real pela taxa PTAX do dia saldo informado).

¹⁶ Em 2006, o BACEN criou a Gerência-Executiva de Risco Integrado da Área de Política Monetária (GEAPON) com o objetivo de definir a alocação das reservas. A sua função é definir as estratégias de longo prazo, avaliar os resultados obtidos no investimento das reservas e definir os limites operacionais a que estão sujeitos os executores da política de investimento.

¹⁷ Os custos de carregamento são as despesas que o governo tem em manter um estoque de ativos. Referindo-se às Reservas Internacionais do Brasil, seu custo de carregamento é a diferença entre os rendimentos destes ativos (bônus oferecidos pelas entidades que os emitiram) e a taxa SELIC (taxa de juros que o governo brasileiro paga aos seus credores que adquirem títulos da dívida pública).

¹⁸ O BACEN informa a composição das reservas internacionais oficiais do Brasil em seu web site: “Quadro Sinóptico das Reservas Internacionais - Ativos de reservas oficiais e outros ativos em moeda estrangeira” (<http://www.BACEN.gov.br/pec/sdds/port/temp11p.shtm>). Além de publicar diariamente o saldo total das reservas sob o conceito de liquidez internacional: “Dados diários” (<http://www.BACEN.gov.br/?RESERVAS>). Nesta mesma página eletrônica são publicados o “Relatório de Gestão das Reservas Internacionais”, e o “Demonstrativo de Variação das Reservas Internacionais”.

As reservas oficiais do Brasil compreendem os seguintes ativos: depósitos de moedas conversíveis¹⁹ (principalmente em dólares ou euros), títulos de dívida pública emitidos por outras nações (principalmente do governo norte-americano), ouro, Direitos Especiais de Saque (DES, ativo trocado apenas entre bancos centrais, com o objetivo de substituir o trânsito de numerário ou ouro), outros haveres em moeda estrangeira e a posição de reserva no FMI. A composição das RI pode ser discriminada em cinco principais grupos de tipos de ativos: Reservas em Moeda Estrangeira; Posição de reserva no FMI; DES (Direitos Especiais de Saque); Ouro; e Outros ativos de reservas, conforme detalhado a seguir na *Tabela 1*.

Tabela 1: Ativos das Reservas Oficiais do Brasil.

COMPOSIÇÃO DAS RESERVAS – (US\$ Milhões)	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11	
Outros ativos de reservas	1.913	3.244	4.422	1.418	0,40%
Ouro	940	1.175	1.519	1.886	0,54%
Posição de reserva no FMI	-	946	2.037	2.903	0,82%
DES	1	4.510	4.450	4.022	1,14%
Reservas em moeda estrangeira	190.929	228.644	276.148	341.843	97,09%
Ativos de Reserva Oficiais	193.783	238.520	288.575	352.073	100,00%

Fonte: BACEN.

Nota: Produção própria do autor.

A *Tabela 1* é um resumo do balancete do BACEN divulgado semestralmente, o qual mostra em quais ativos estão aplicadas as RI brasileiras. Nela estão enfatizados os principais grupos, os quais são detalhados a seguir. Destacam-se os fatos de: as reservas em moeda estrangeira apresentar-se sempre acima de 95% do total das reservas; e o saldo total ter evoluído em pouco mais de 82% de dezembro de 2008 a dezembro de 2011.

As Reservas em Moeda Estrangeira (RME) (quinto item apresentado na *Tabela 1*) referem-se a depósitos de moedas conversíveis em instituições financeiras sediadas no Brasil ou no exterior. O BACEN geralmente negocia esse tipo de ativo por meio de títulos de depósitos, lastreados por centenas de milhares de unidades de valor, ofertados nos mercados financeiros. O volume atual de RME do Brasil é surpreendente se comparado ao histórico nacional de acúmulo desse ativo. Faz do Brasil um “credor” dos Estados Unidos da América, posição inacreditável há alguns anos, mesmo pelos mais otimistas dos analistas político-econômicos. O acúmulo desse valor se dá em parte pelos sucessivos superávits no comércio internacional (exportações em valores maiores que as importações) e pela entrada de

¹⁹ A moeda conversível mais utilizada é o dólar norte-americano, mas o euro também vem aumentando sua aceitação e participação nos mercados cambiais.

investimentos externos no país. Uma percentagem significativa de RME encontra-se sob a forma de títulos da dívida dos EUA, e a liquidez destes títulos tem sido muito questionada pelos principais órgãos de análise de risco, desde a crise do crédito imobiliário de 2008 que afetou severamente os principais mercados financeiros do mundo.

Para manter esse volume alto de RME, o governo brasileiro tem oferecido uma alta taxa de juros que atraem investimentos externos. A forte entrada de dólares na economia brasileira valoriza o real, diminuindo a competição dos produtos brasileiros no exterior, e consequentemente pressiona negativamente as transações correntes. Desde o fim do sistema *Bretton Woods*²⁰ os bancos centrais de muitos países têm mantido um nível “mínimo” de RME para garantirem a disponibilidade de moeda estrangeira para o financiamento de importações nas situações de carência da mesma.

Tabela 2: Distribuição das RI por Moedas.

ANO	US\$	EUR	Outras
2002	63,10%	22,30%	14,60%
2003	58,30%	32,90%	8,80%
2004	54,60%	35,10%	10,30%
2005	73,20%	21,30%	5,50%
2006	88,30%	10,30%	1,40%
2007	90,00%	9,50%	0,50%
2008	89,10%	9,40%	1,50%
2009	81,90%	7,00%	11,10%

Fonte: BACEN.

Nota: Produção própria do autor.

A composição percentual dos depósitos em moeda estrangeira das reservas, no período entre 2002 e 2009 é apresentada na *Tabela 2*. Quando o BACEN adquire um título da dívida norte-americana, a título de contabilidade computa este ativo como aplicação em dólares norte-americanos. Em dezembro de 2009, dos US\$ 228.644 milhões em moedas estrangeiras contidas nas RI brasileiras, US\$ 187.259.446 eram referentes a depósitos em dólares, e US\$ 16.005.080 eram referentes a depósitos em euros, os quais convertidos ao câmbio de 31/12/2009 correspondiam a 11.159.382€.

Direitos Especiais de Saques (DES) (quarto item apresentado na *Tabela 1*) é uma moeda contábil criada pelo FMI em 1969 com objetivo de compor as reservas internacionais dos países participantes do fundo, e substituir o ouro como meio de liquidação de transações

²⁰ *Bretton Woods* – acordo de política monetária firmado entre 45 países que vigorou entre 1944 e 1971. Sua principal medida era a conversibilidade fixa entre o dólar e o ouro.

financeiras internacionais. De início o valor do DES (**SDR\$**) era definido em paridade com o valor do dólar (US\$ 1,00) ou a equivalentes 0,89 gramas de ouro, atualmente seu valor é cotado por uma cesta de moedas conversíveis. (ENFIN, 2011).

Os DES²¹ são títulos de depósitos em moeda conversível efetuados exclusivamente no FMI. Nem todas as reservas que um país mantém no FMI são consideradas DES. Somente quando tal país depositante ao FMI ganha status de credor, ou seja, converte em DES parte de suas reservas em custódia do FMI, para que sejam oferecidas em empréstimos a outros países que recorrem ao fundo. Para tanto, o país que se torna credor nessa operação com a compra desses papéis, recebe juros trimestralmente a uma taxa média correspondente à taxa dos EUA, Japão, Reino Unido e Zona do Euro. Uma vez oferecidos ativos ao FMI a título de DES, o governo não pode desfazer-se livremente destes recursos, pois os mesmos são custodiados pelo FMI, o qual é responsável pela total ingerência dos DES.

A diferença entre o saldo em “Posição de Reserva no FMI” (terceiro item apresentado na *Tabela 1*) e o “DES”, é que o primeiro representa um saldo do tipo depósito em poupança que pode ser sacado a qualquer tempo com liquidez imediata; no segundo, o depositário assume um compromisso de não disponibilidade desses recursos por um determinado tempo, o qual sua destinação será conforme conveniência do FMI.

Cálculo do SDR\$ em 11/08/2011			
Moeda	Quantidade de Moeda	Taxa de Câmbio	Equivalente em dólares (US\$)
Euro	0,42300	1,42110	0,60113
Japanese yen	12,10000	76,60000	0,15796
U.K. Pound sterling	0,11100	1,61680	0,17947
U.S. dollar	0,66000	1,00000	0,66000
			1,59855
U.S. \$1,00 = SDR\$			0,62557
SDR\$ 1,00 = US\$			1,59855

Quadro 1: Formação do Preço SDR.

Fonte: FMI.

Nota: Produção própria do autor.

O *Quadro 1* exhibe o cálculo que mostra porque SDR\$ 1,00 foi equivalente a US\$ 1,59 em 11 de agosto de 2011. É interessante notar que o DES possui lastro na carteira de moedas depositadas no FMI, ainda que essas moedas por si só, não possuam lastro algum garantido pelas autoridades que as emitem. O DES não requer emissão de títulos, apenas

²¹ Em janeiro de 2010 o Brasil se tornou pela primeira vez, credor do FMI com a conversão de US\$ 10 bilhões em notas (DES) emitidas pelo FMI.

representa registros contábeis no balanço patrimonial do FMI. É um sistema muito semelhante ao sistema de pagamentos interbancários (ver *seção 2.5*). De certo ponto de vista, o FMI não concede empréstimos, ele apenas vende divisas estrangeiras aos países que fazem uso do DES, os quais pagam com ouro ou sua moeda nacional, com o compromisso de recompra destes ativos em certo período de tempo, obviamente acrescido de juros.

Tabela 3: Preço do SDR em Algumas Moedas.

Unidades Monetárias de SDR em 01/08/2011	
Moeda	SDRS 1,00
Libra Esterlina	0,980
Euro	1,116
Dólar (norte-americano)	1,609
Real	2,505
Yuan (China)	10,366
Rublo (Rússia)	44,299
Yen (Japão)	125,234

Fonte: FMI.

Nota: Produção própria do autor.

Na *Tabela 3* podemos ver qual foi a cotação do SDR\$ em algumas moedas internacionais no dia 01 de agosto de 2011.

Segundo o BACEN, uma de suas atribuições é “atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender **ouro** [grifo nosso] e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior”.

As reservas em ouro (segundo item apresentado na *Tabela 1*), assim como as reservas em dólar ou euro, podem ser constituídas por títulos de depósitos negociados nos mercados financeiros. Evidentemente, esses títulos de depósitos de ouro são lastreados pelo metal em questão, cuja custódia pertença a alguma instituição financeira.

O governo brasileiro tem adotado uma política de pouca relevância em manter depósitos em ouro²². Desde 2002 o volume de reservas em ouro tem se mantido praticamente o mesmo, 33,6 toneladas do metal, que correspondem a menos de 1 % do total das RI

²² A atividade industrial que envolve a exploração do ouro necessita de concessão dos governos ao qual o território explorado pertença. Além dos impostos comuns às indústrias (PIS, COFINS, IOF, ICMS e IR), sobre as mineradoras exploradoras de ouro incidem ainda os royalties. A taxa referente aos royalties varia de país para país. Nos EUA os royalties variam de 5 a 12,5% do faturamento líquido da atividade mineradora. Na Venezuela variam entre 1 e 4%, enquanto que no Canadá são em torno de 3 % sobre a receita bruta. No Brasil, os royalties são de 1% sobre o faturamento líquido da atividade mineradora, sendo que destes, 65% fica com o município onde se localiza a jazida, o Estado 23% e a União 12%. (MME, 2011). Mas a principal forma de aquisição de ouro pelos governos é por meio de negociações no mercado financeiro. Nele, o ouro é negociado em volumes de onça troy (equivalente a 31,1034768 gramas).

brasileiras. Os EUA, possuidores da maior reserva mundial do metal (em lingotes), possuem pouco mais de 8 mil toneladas custodiadas. Dos países sul-americanos, apenas dois possuem mais reservas em ouro que o Brasil. A Venezuela possui uma reserva de 382,5 toneladas, e a Argentina possui reservas que chegam a 54,7 toneladas. (TAVARES, 2010).

A importância de se manter estoque de ouro depende da política adotada por cada nação. Em momentos de crises no mercado financeiro, é comum investidores buscarem o ouro como forma de proteção contra possíveis papéis inseguros, ou moedas que apresentam instabilidade. Isso provoca uma elevação temporária no preço do metal, ao menos até que os sintomas da crise se acalmem. O investimento em ouro é considerado o mais conservador possível. Tanto que no longo prazo, seu rendimento real chega a ser negativo.

A seguir, *Gráfico 1* nos traz uma comparação entre o preço nominal em dólares, e o preço real (deflacionado pelo índice de preços interno dos EUA) do ouro em 30 anos.

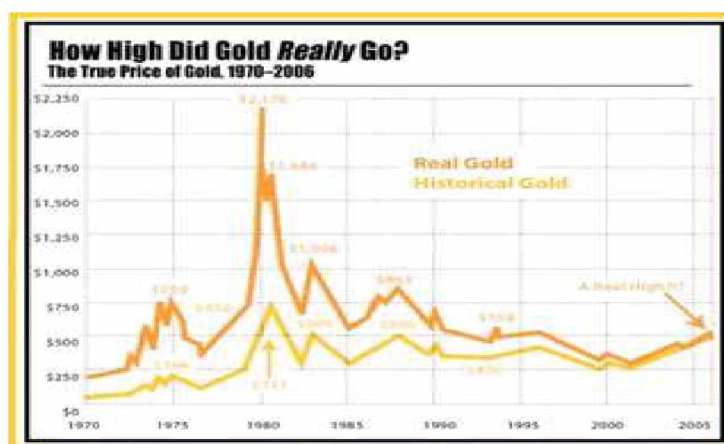


Gráfico 1: Preço real do Ouro nos EUA.
Fonte: GoldPrice.

A manutenção de reservas oficiais em ouro foi muito importante no período compreendido entre o século XIX e a Primeira Grande Guerra. Cada banco era obrigado a converter em ouro as notas bancárias por ele emitidas, sempre que solicitado pelo cliente. Isso valia principalmente para os Bancos Centrais, pois era comum que alguns bancos emitissem suas próprias moedas. Em termos internacionais, o padrão ouro significou a adoção de um regime cambial fixo por parte de praticamente todos os grandes países comerciais de sua época. Cada país se comprometeu em fixar o valor de sua moeda em relação a uma quantidade específica de ouro, e a realizar políticas monetárias de compra e venda de ouro de modo a preservar tal paridade definida. A importância do lastro em ouro se tornou muito pequena após 1944 com a adoção do sistema *Bretton Woods*. Nele o valor do dólar era fixado ao ouro, e os demais Bancos Centrais tinham que manter suas moedas lastreadas por dólar. A

partir de então, o dólar substitui definitivamente a libra esterlina em importância como moeda conversível.

Há ainda algumas modalidades de aplicações das RI classificadas como “Outros Ativos de Reserva” (primeiro item apresentado na *Tabela 1*), e que possuem pequena relevância em volume no total das RI, como os “Instrumentos Derivativos²³”. Os “Empréstimos a não Residentes não Bancários” classificam os empréstimos concedidos diretamente a países (geralmente parceiros comerciais) sem intermediação do FMI, e inclui valores de créditos de exportação. O item “Cédulas e Moedas” é designado para classificar reservas em moedas estrangeiras que não estão dentre as consideradas moedas internacionalmente conversíveis. Os “Títulos Adquiridos com Acordo de Recompra” como o nome sugere, são Títulos adquiridos, com compromisso de recompra, com a entrega de outros títulos em operação reversa. Nos últimos 4 anos, o volume total destes ativos classificados como “Outros Ativos” tem variado entre 0,5 e 1,5% do total de reservas.

Tabela 4: Distribuição por Classes de Ativo das RI brasileiras.

Período	Soberanos	Agências	Supranacionais	Bancos	Dep. Supr.	Outros
2002	52,30%	5,00%	2,80%	36,30%	1,70%	2,00%
2003	45,60%	1,50%	3,50%	45,90%	0,90%	2,60%
2004	52,50%	3,20%	0,80%	41,10%	1,20%	1,30%
2005	68,60%	3,70%	3,40%	22,70%	0,30%	1,40%
2006	71,80%	9,50%	1,80%	15,40%	0,20%	1,20%
2007	84,40%	4,30%	6,50%	4,00%	0,10%	0,60%
2008	78,50%	7,10%	13,00%	0,40%	0,50%	0,60%
2009	89,80%	4,00%	1,90%	1,20%	2,40%	0,60%

Fonte: BACEN.

Nota: Produção própria do autor.

A *Tabela 4* discrimina a composição (percentual) em tipos de títulos dos quais integram as RI brasileiras no período de 2002 a 2009. Os títulos são classificados como: *Soberanos*, denominados os títulos emitidos por governos nacionais; os títulos de *Agências* são emitidos por instituições financeiras não bancárias, como seguradoras e bancos de investimento por exemplo; títulos *Supranacionais* são emitidos por organismos multilaterais, como o Banco Mundial e o BIS ou seja, organismos que sejam subordinados a mais de um governo nacional, ou a nenhum, desde que não sejam entidades privadas; títulos de *Bancos* são emitidos por instituições financeiras bancárias. Segundo dados do BACEN, 89,9 % das RI

²³ Segundo a BM&F / BOVESPA, os **derivativos** são instrumentos financeiros que têm seus preços derivados (daí seu nome) do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro. Por exemplo, o mercado futuro de petróleo é uma modalidade de derivativo cujo preço é referenciado dos negócios realizados no mercado à vista de petróleo, seu instrumento de referência.

eram aplicações em títulos Soberanos, e destes, 78% correspondem a títulos do Tesouro dos EUA. No balancete do BACEN, estas aplicações em títulos do tesouro dos EUA são computadas como depósitos em dólar.

3.2 LIQUIDEZ E RENTABILIDADE DAS RESERVAS BRASILEIRAS

As RI são a princípio, reservas de segurança financeira (proteção patrimonial), é comum que seus recursos sejam aplicados em sua grande maioria em ativos financeiros conservadores. Ativos são ditos conservadores quando há uma credibilidade generalizada sobre a honra desses compromissos, e por isso são muito bem aceitos nos mercados, proporcionando alta liquidez²⁴. O baixo rendimento desses ativos é a contrapartida do baixo risco. Parte significativa das reservas é aplicada em títulos soberanos de baixíssimo risco, ou seja, títulos de dívida pública emitidos por governos de países ricos. Estes títulos podem ser facilmente convertidos em divisas no mercado financeiro devido sua alta liquidez. Por isso, a posse destes títulos é considerada como depósito em moedas estrangeiras, como faz o BACEN ao publicar seus balancetes sobre a composição das RI. Sendo a moeda o ativo mais líquido possível, parte relevante das reservas está à pronta disposição de uso, em caso de necessidade e urgência no resgate desses ativos financeiros.

Segundo o BACEN, o **risco de liquidez**²⁵ corresponde ao risco de não se poder vender um ativo ou fechar uma posição no momento desejado sem incorrer em custos significativos. Para garantir uma liquidez adequada às reservas internacionais, o BACEN possui uma série de limites no que se refere aos montantes e aos prazos de investimentos. Para os títulos governamentais, supranacionais e de agências, existe um limite máximo de aquisição sobre o total emitido e um limite máximo de participação de cada emissão na carteira. Esses limites têm o objetivo de fazer com que uma eventual venda desses títulos não altere demasiadamente o seu preço em função da falta de liquidez e de limitar o impacto de uma dada emissão no resultado da carteira.

²⁴ O conceito de liquidez refere-se à capacidade de transformar um bem em dinheiro. É um conceito econômico que reflete a rapidez com que um ativo pode ser transformado em outro. Em outras palavras, liquidez mede a capacidade de pagamento, de honrar compromissos. É a agilidade ou rapidez de efetuar uma troca.

²⁵ Uma equipe do BACEN monitora constantemente os riscos relativos às carteiras de ativos nos quais são aplicadas as reservas. Há uma avaliação diária sobre os riscos de liquidez e riscos de créditos.

O **risco de crédito** refere-se à incerteza relativa à ocorrência de algum evento de crédito (rebaixamento da qualidade de crédito, inadimplência etc.) em alguma contraparte que resulte na perda de valor das posições associadas a essa contraparte. Considera que as contrapartes do BACEN que possuem risco de crédito são agências, supranacionais, governos centrais e instituições financeiras. Agências são entidades patrocinadas por um governo nacional criadas com o objetivo de fomentar certos setores da economia por meio da emissão de papéis. Por fim, o **risco operacional** refere-se à estimativa das perdas – diretas ou indiretas – resultantes de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, pessoas e sistemas, ou de eventos externos.

Para o estoque de divisas, além dos custos de carregamento há de se considerar também os custos financeiros do numerário e os custos de oportunidade desta reserva (ver *seção 3.3*). Os **custos financeiros** referem-se ao preço que se paga pelo carregamento do estoque, ou seja, são os bônus oferecidos pelo governo aos seus credores, sempre que oferta títulos com objetivo de captação de dinheiro, o qual será convertido em divisas. Os **custos de oportunidade** referem-se às possibilidades de aplicação destas reservas em ativos mais rentáveis, ou na aplicação em investimentos de políticas econômicas e sociais internas. O somatório destes custos de manutenção das RI devem ser cuidadosamente apurados pela autoridade monetária, para análise dos rendimentos auferidos pelos depósitos de divisas, avaliando sua **rentabilidade**²⁶ e seu custo-benefício.

Tabela 5: Rentabilidade das Reservas Internacionais.

Período	Resultado (%)
2002	8,25
2003	9,61
2004	5,02
2005	-3,58
2006	6,03
2007	9,35
2008	9,33
2009	0,83
Média anual	5,61 %
Rentabilidade Acumulada no Período	53,57 %

Fonte: BACEN.

Nota: Produção própria do autor.

²⁶ Para apuração de resultados e contabilização da rentabilidade dos investimentos, o BACEN utiliza o dólar como base de referência de valores. Evidentemente, a adoção desse critério implica apuração de resultados obtidos em função da variação das taxas de câmbio do dólar contra as outras divisas que compõem as reservas internacionais.

A percentagem mostrada pela *Tabela 5* refere-se ao retorno total obtido com a aplicação das RI nos seus mais diversos ativos. A rentabilidade acumulada para o período de 2002 a 2009 é de 53,57%, apurada em valores nominais de dólares. Ou seja, nessa apuração não está computada a variação cambial do período para comparação da rentabilidade em valores nominais de reais.

Ao compararmos a rentabilidade dos investimentos obtidos com as reservas, à taxa SELIC do mesmo período, podemos verificar parte do custo de carregamento das RI, uma vez que é pela taxa SELIC que o governo remunera os títulos emitidos, responsáveis pelos capitais obtidos para acúmulo destas mesmas reservas.

Tabela 6: A Taxa SELIC e a Rentabilidade das RI.

Período	Rentabilidade (%)	SELIC (%)	Custo (%)
2002	8,25	20,83	12,58
2003	9,61	23,35	13,74
2004	5,02	16,25	11,23
2005	-3,58	19,05	22,63
2006	6,03	15,08	9,05
2007	9,35	11,88	2,53
2008	9,33	12,48	3,15
2009	0,83	9,93	9,10
Média	5,61	16,11	10,50
Acumulado no Período	53,57	228,36	119,75

Fonte: BACEN e Ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

A *Tabela 6* faz o comparativo entre a rentabilidade total das RI (em valores nominais de dólares), e a taxa básica de juros com a qual o governo brasileiro remunera seus credores que aplicam em seus títulos de dívida pública. A taxa SELIC acumulada para o período de 2002 a 2009 foi de 228,36%, enquanto que o rendimento acumulado das RI foi de apenas 53,57%. Isso significa que, para cada US\$ 1,00 que o governo brasileiro captou em 01/01/2002 na forma de oferta de títulos públicos, e os aplicou como RI, até o dia 01/01/2010 teria um custo de 119,75% por mantê-lo na forma de RI. Ou seja, o governo brasileiro pagou US\$ 1,20 por cada US\$ 1,00 mantido em RI (desde que captado pela oferta de títulos). Se aplicada a variação cambial, o custo financeiro é ainda maior. Em 01/01/2002 a taxa de câmbio era de R\$ 2,30, e em 01/01/2010 a taxa de câmbio era de R\$ 1,72, havendo uma apreciação cambial de 25,22%. Isso significa que o governo teria aplicado R\$ 2,30 e gasto US\$ 1,20 para resgatar R\$ 1,72 sete anos depois, desprezando-se ainda a variação da inflação para o período, o que apuraria um custo real ainda maior.

O ouro é considerado como meio de preservação de patrimônio por sua alta liquidez. A liquidez dos investimentos em depósitos de ouro é muito semelhante à liquidez dos depósitos em papel moeda. O ouro, tanto em barra como amoeado, pode ser transacionado nos bancos, nas ourivesarias e nas agências de câmbio. Mas os rendimentos das aplicações em ouro são bastante variáveis. Ainda que o ouro seja considerado o mais conservador dos tipos de investimento, seu preço é muito sensível aos “ânimos” dos mercados financeiros. Como em períodos de crise e instabilidade econômica sua procura aumenta muito, seu preço tende a decolar, uma vez que sua oferta não é proporcionalmente elástica. O inverso disso também ocorre nos momentos de estabilidade econômica. Tanto que os rendimentos de aplicações de longo prazo em ouro são baixos, os rendimentos reais (variações de preço deflacionadas) são muito pequenos (conforme ilustrado no *Gráfico 1*), e às vezes negativos.

Quanto ao DES (ver *Tabela 1*), cujo valor é relativo a uma cesta de moedas, sua variação diária tende a ser pequena. Sua liquidez também é alta, pois os países que adquirem o DES junto ao FMI podem “sacá-lo” convertido em qualquer tipo de moeda, inclusive a sua própria moeda nacional. Assim como o DES, os depósitos de reservas no FMI, efetuados por países credores ao fundo, podem ser resgatados a qualquer tempo por uma simples operação contábil. Como o FMI é considerado um fundo cujo risco possui a melhor classificação atribuída pelas agências de análise de risco de crédito (assim como os títulos do tesouro norte-americano), seus rendimentos são proporcionalmente baixos.

Os demais tipos de ativos no grupo “Outros Ativos de Reserva” (ver *Tabela 1*) classificados como instrumentos derivativos, e os títulos adquiridos com acordo de recompra, assim como os empréstimos a não residentes e não bancários, são aplicações consideradas menos conservadoras e por isso, seus resultados são voláteis, ou seja, podem apresentar surpresas ao investidor.

3.3 ALGUNS EFEITOS DA POLÍTICA DE ACÚMULO DE RESERVAS

Acumulo de reservas internacionais é responsável por efeitos positivos e negativos na macroeconomia de uma nação. Conforme visto, grandes volumes de reservas permitem maior margem de atuação do governo no mercado cambial, permitindo melhor gerência e

proteção da moeda interna. Propicia um aumento na confiança de investidores externos sobre a capacidade de o governo poder honrar seus compromissos, e garantir ajustes em possíveis desequilíbrios nas suas relações de comércio exterior. Confiança esta, que eleva o volume de entrada de capital externo em forma de investimentos, tanto direto como também no mercado de capitais, favorecendo ainda mais o acúmulo de reservas. Assim a economia nacional entra em um ciclo virtuoso de crescimento.

Como contrapartida, grandes entradas de ativos estrangeiros numa economia exigem políticas econômicas capazes de controlar a valorização cambial excessiva. Um descontrole sobre a taxa de câmbio causa efeitos em cadeia que podem ser muito desastrosos em uma economia aberta.

A apreciação demasiada da moeda interna prejudica consideravelmente o resultado de setores exportadores, uma vez que os preços dos bens produzidos internamente ficariam pouco competitivos frente aos bens importados. Ocorrendo então um movimento de substituição de bens nacionais por produtos importados, colaborando dessa forma com pressões negativas sobre a estrutura produtiva nacional. Como consequência pode ocorrer uma diminuição na oferta de emprego e geração de renda, ocasionando queda no consumo interno (desaquecimento da economia). Um possível movimento inicial de superávit comercial tende a diminuir até que em certo momento se torne déficit. Esta possível sequência de eventos pode gerar a ocorrência da “doença holandesa”²⁷, dependendo do tipo de captação dos recursos que estão causando a entrada desenfreada desses ativos externos.

Ocorre também que se o governo permitir uma forte apreciação de sua moeda estará diminuindo o seu saldo de reservas de forma indireta. Pois, se o saldo de reservas internacionais é composto por ativos estrangeiros, obviamente foram adquiridos pela troca de sua moeda interna ou pela oferta de bens e serviços em valores equivalentes. No caso de uma valorização cambial, sua posição será desfavorável no momento do resgate desses ativos estrangeiros nos termos da moeda nacional. Isso porque neste segundo momento, a moeda interna vale proporcionalmente mais que os ativos estrangeiros, do que valia no momento da aplicação.

Analisando em especial o caso brasileiro desde a implantação do Plano Real, as políticas econômicas que o sucederam priorizaram a alta taxa básica de juros. Usada como instrumento de controle da inflação e consumo agregado, controle da demanda por moeda e

²⁷ Termo criado pelos economistas W. Maxcorden e Peters Neary em 1982 para explicar a relação entre a exploração de *commodities* e a desindustrialização ocorrida na década de 1960 na Holanda. O grande volume de exportações de commodities provocou forte entrada de capitais estrangeiros, que consequentemente valorizou a moeda interna e tornou os bens produzidos pelos setores industriais, menos competitivos.

oferta de crédito, a taxa básica de juros tem sido usada também como atrativo aos títulos públicos. A oferta destes títulos permitiu dentre outros, a substituição da dívida externa por dívida interna, e principalmente, formar excedentes de reservas que pudessem ser transformadas em reservas cambiais. Altas taxas de juros, porém, provocam custos impactantes à sociedade.

3.3.1 O Custo Financeiro do Dinheiro

É de substancial importância a taxa de juros na economia de um país, pois pode estimular ou desestimular a compra, o consumo, a flutuação dos preços e uma série de fatores da economia. A taxa de juros é ferramenta fundamental que os governos usam para controle da inflação, principalmente sobre a inflação de demanda, e para gerenciarem o déficit público pela emissão de títulos. Ambos os casos são situações presentes na atual conjuntura da economia brasileira.

A forma de captação de recursos para manutenção das reservas cambiais pode gerar distintos custos de carregamento. Certamente os custos de recursos obtidos por políticas monetárias²⁸ com oferta de títulos públicos com taxas de juros atrativas, são muito mais onerosos que os custos de recursos provenientes de superávits em balança comercial²⁹, seja pela exportação de bens industrializados, ou pela exportação de *commodities*. Podemos citar o exemplo de três países que aplicam políticas distintas para a captação dos recursos convertidos em reservas:

- O Brasil oferece taxas de juros altas que atraem o capital estrangeiro que posteriormente são convertidos em reservas cambiais;
- Os Emirados Árabes realizam superávits comerciais em função de suas exportações de petróleo (*commodity*);
- A China, cujos recursos são frutos dos resultados de sua balança comercial, alavancada pela exportação de bens e serviços.

²⁸ Estes custos referem-se à diferença entre a taxa de juros em que o governo remunera seus títulos de dívida pública, e a taxa de juros ganha com suas aplicações das RI em ativos estrangeiros.

²⁹ Estes custos referem-se a uma possível valorização da moeda interna, proveniente da entrada de capitais estrangeiros, tornando os produtos nacionais menos competitivos no comércio internacional.

Conforme o tipo de captação dos recursos para aplicação em reservas cambiais, dentre os países detentores das maiores reservas, o Brasil terminou o ano de 2011 possuindo um dos maiores custos de carregamento destes ativos, pois, para sua manutenção, oferece títulos públicos cujas taxas de juros eram as mais “generosas” dentre os demais países possuidores das maiores reservas (ver *Tabela 10*). Isso é bem visível no *Quadro 2*, onde é apresentada a taxa de juros de alguns países em agosto de 2011.

País	Taxa de Juros	País	Taxa de Juros
Brasil	12,25%	Chile	3,25%
Argentina	11,15%	Nova Zelândia	2,50%
Egito	8,25%	Noruega	2,25%
Índia	8,00%	Taiwan	1,88%
China	6,56%	Eslováquia	1,75%
Hungria	6,00%	União Europeia	1,50%
Turquia	5,75%	Suécia	1,00%
África do Sul	5,50%	República Tcheca	0,75%
Austrália	4,75%	Canadá	0,75%
Polônia	4,50%	Reino Unido	0,50%
México	4,50%	Estados Unidos	0,25%
Islândia	4,50%	Japão	0,10%
Coreia do Sul	3,25%	Suíça	0,00%

Quadro 2: Taxas de Juros em agosto de 2011– Países selecionados.

Fonte: Brasil Econômico.

Nota: Produção própria do autor.

Se por um lado, altas taxas de juros permitem ao governo brasileiro pôr rédeas no consumo interno, tentando evitar uma elevação no índice de preços já que há carência de infraestrutura nos setores de abastecimento e demanda, além de tornar atrativa a aplicação de recursos em títulos públicos; por outro lado, há uma fuga de capitais do setor produtivo para o setor financeiro. O efeito de se frear o consumo, somado a inibição de atividades produtivas responsáveis pela geração de renda (e multiplicação de capitais), provocam baixo crescimento econômico e efeitos recessivos à economia interna.

Frente às altas taxas de juros praticadas pelo governo brasileiro, que causam altíssimos custos de oportunidade em investimentos para diversos setores essenciais ao bem-estar dos cidadãos, um pequeno grupo de indivíduos mais abastados se beneficia com atividades financeiras consideradas, muitas vezes, especulativas. Torna-se uma ótima oportunidade para especuladores nacionais e estrangeiros, que trazem grandes volumes de dólares para aplicarem no Brasil com a comprar títulos da dívida pública, em busca de “generosos” rendimentos aferidos pelos juros altos oferecidos. Os investidores estrangeiros trazem seus dólares para investir na Bolsa e em títulos da dívida interna, forçando a

desvalorização do dólar frente ao Real. Segundo informações do IPEADATA, o total de Investimentos em Carteira (IC) no Balanço de Pagamentos do Brasil saltou de R\$ 0,872 bilhões em 2001 para R\$ 67,795 bilhões em 2010 (ver *Gráfico 4*).

Se o incentivo do indivíduo para poupar depender dos futuros rendimentos que espera, ele evidentemente dependerá não só da taxa de juros como também da política fiscal do Governo. Os impostos sobre a renda, particularmente quando gravam a renda “não ganha”, os impostos sobre lucros de capital, sobre heranças etc., são tão importantes quanto a taxa de juros, sendo mesmo possível que as modificações eventuais da política fiscal tenham, pelo menos nas expectativas, maior influência que a própria taxa de juros. (KEYNES, 1996, p 106).

Algumas instituições financeiras e empresas nacionais têm a oportunidade de tomarem empréstimos no exterior (em algumas instituições financeiras internacionais é possível obter empréstimos baratos devido às baixas taxas de juros) e então emprestam este capital ao governo brasileiro por meio da compra de títulos da dívida interna. Posteriormente, estas empresas e instituições recebem excelentes rendimentos pelas altíssimas taxas de juros pagas pelo governo brasileiro. Esses rendimentos tornam-se ainda maiores, se porventura no resgate dos títulos, o real estiver sobrevalorizado em comparação ao momento da compra dos títulos, pois o resgate destes é feito em reais e pode ser trocado por uma quantidade ainda maior de dólares, uma vez que a moeda nacional tenha se valorizado. Em seguida, cumprem com suas obrigações no exterior (empréstimos tomados no início da operação) e contabilizam seus lucros. Convém mencionar que essa manobra permitiu ao governo brasileiro substituir a exorbitante dívida externa por uma enorme dívida interna nos últimos anos.

Pra se ter uma ideia do excelente tipo de aplicação citado no parágrafo anterior, o preço médio do dólar para o mês de janeiro de 2009 foi de R\$ 2,31, e o preço médio do dólar no mês de dezembro de 2010 foi de R\$ 1,66, ou seja, o real teve uma valorização de 39% no período. Nestes mesmos 24 meses, os títulos públicos pagaram juros acumulados de 20,60%. Subtraindo desta aplicação a taxa de 0,10% referente à operação realizada, e a taxa de 0,30% referente à custódia dos títulos, ambas cobradas pela BM & FBOVESPA e incidentes sobre o montante aplicado, considerando-se ainda alíquota de 15% do Imposto de Renda (alíquota de 15% incide sobre aplicações superiores a 720 dias) incidente somente sobre os rendimentos, num total de 3,09% de custo total da aplicação. Isso significa que, um investidor hipotético, que tenha trocado dólares por reais em janeiro de 2009 e aplicado em títulos da dívida pública brasileira; e posteriormente tenha resgatado esses títulos em dezembro de 2010, seguindo da troca dos reais por dólares, teria lucrado no total 56,51% sobre o capital investido. Uma

aplicação conservadora em Caderneta de Poupança neste mesmo período aferiu rendimentos de apenas 14,38%.

Imaginemos o efeito que isso pode causar com o aporte de capitais de empresas que desistem de investir em aprimoramentos, tecnologia, expansão da capacidade instalada, enfim, abre mão de prover crescimento na produção e geração de empregos para lucrar no mercado financeiro. É razoável afirmar que a produção depende de expectativas de curto prazo, e dificilmente um investimento na produção pode propiciar um retorno de mais de 50% em dois anos, pois geralmente levam-se alguns anos para se recuperar o capital investido e a partir de então se contabilizarem lucros e dividendos. Há de se considerar ainda os riscos inerentes ao mercado e comércio, capazes de provocar derrocadas na demanda e fazer dos possíveis lucros uma concretização de prejuízos.

As instituições financeiras também se beneficiam com as altas taxas de juros, pois usam a taxa básica SELIC como parâmetro para regulação de suas taxas de juros na concessão de empréstimos e financiamentos. Partindo-se de uma taxa SELIC a níveis considerados altos, obviamente o custo final do dinheiro a disposição dos correntistas e mutuários será proporcionalmente mais caro. Mesmo que o aumento na taxa de juros provoque diminuição na demanda por empréstimos e financiamentos, a curva de demanda para este serviço financeiro é inelástica. “Raras são as pessoas que alteram o seu modo de vida porque a taxa de juros baixou de 5 para 4%, quando a sua renda agregada permanece a mesma.” (KEYNES, 1996, pag. 105).

O impacto mais perceptível ao “bolso” do cidadão causado pela taxa SELIC ocorre na oferta de crédito, pois é nesse momento que se materializa o custo do dinheiro. Para se ter uma noção do desvio de renda que ocorre, o conglomerado financeiro ITAÚ S.A, instituição que aferiu o maior lucro dentre as instituições financeiras brasileiras no ano de 2010, publicou em seu Balanço Patrimonial e Demonstrações Financeiras de 31/12/2010, que obteve *Receita de Juros e Rendimentos* na ordem de R\$ 28,2 bilhões, contra R\$ 9,7 bilhões contabilizados como *Despesas de Juros e Rendimentos*. Mesmo tendo contabilizado ainda outros R\$ 8,8 bilhões em *Perdas com Créditos, Recebíveis e Sinistros*, a diferença entre valores pagos como rendimentos aos seus credores e perdas de capital em empréstimos, confrontado com os valores recebidos como juros de seus devedores, gerou uma receita de R\$ 9,7 bilhões (73% dos R\$ 13,3 bilhões, lucro líquido daquele exercício). Este é um exemplo dos ganhos que as dezenas de instituições financeiras atuantes no Sistema Financeiro Nacional têm realizado, uma vez que todas trabalham de maneira análoga, inclusive as instituições financeiras públicas, que por sua “missão” social, deveriam adotar práticas menos dadas à usura.

Além do custo do dinheiro, há que se relevarem as diversas oportunidades de investimento que se possam realizar com as RI.

3.3.2 Custos de Oportunidade

O custo de oportunidade³⁰ é definido como outras possibilidades melhores, as quais são abnegadas (ou cedidas) pela escolha e utilização de um bem, serviço, ou realização de uma ação. Isso significa que para alguns casos o custo de oportunidade pode não ser mensurável em termos monetários. Porém, nesta *seção* são citadas algumas opções de aplicações para as RI, comparando os custos monetários entre elas com dados simplesmente numéricos, desprezando-se a importância e consequência política de cada uma delas.

Se tratarmos as reservas internacionais pura e simplesmente como aplicação em moedas estrangeiras, ou títulos da dívida pública de países ricos, trata-se então de um financiamento ou empréstimo de forma indireta. Ou seja, o país que aplica parte de suas riquezas em títulos de dívida de outra nação, está de fato financiando o bem-estar de uma sociedade estrangeira, algumas vezes em detrimento da sua própria. Vale observar que alguns dos países mais ricos, os quais vendem ideologias e propagandas de prosperidade “infinita”, são também os que possuem as maiores dívidas internacionais, isto é, parte de sua riqueza é na verdade “capital de terceiros”.

Ainda que hoje os saldos das RI do Brasil alcance cifras que eram inimagináveis nas décadas passadas, cuja economia nacional era muito dependente de empréstimos concedidos por órgãos internacionais, as RI brasileiras possuem altíssimo custo de carregamento³¹. Relativizando seu volume com a taxa de juros praticada pelo governo, certamente estão entre as reservas mais caras do mundo. E isso leva a duras críticas, por parte de alguns economistas, às atuais políticas brasileiras de captação e aplicação destas reservas.

Os custos de carregamento das RI brasileiras são um peso árduo para um país carente de obras de infraestrutura nos mais diversos setores. Se por um lado alguns

³⁰ Em 1933, Gottfried Von Haberler procurou refinar a *Teoria das Vantagens Comparativas* de David Ricardo, introduzindo o conceito de **custo de oportunidade**, o qual permite considerar todos os fatores de produção de um bem e não apenas o fator trabalho.

³¹ De acordo com números do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos (DEPEC) do Banco BRADESCO, o custo nominal das reservas deve chegar em 2011 a R\$ 27 bilhões, o maior em oito anos. (ARAGÃO, 2011).

economistas esperam que os custos de manutenção das RI para este ano cheguem a R\$ 27 bilhões, de outro lado o governo tem orçado R\$ 27,5 bilhões para execução de obras do PAC2³². Além de, efetuar cortes na ordem de R\$ 50 bilhões do orçamento da União previsto para o ano de 2011, com objetivo de controle da demanda agregada e da inflação.

Período	Rentabilidade (%)	Rentabilidade (R\$ Mil)	
2º Trimestre/2011	-2,46%	-25.308.383	-44.466.494
1º Trimestre/2011	-1,52%	-19.158.111	
4º Trimestre/2010	-1,77%	-18.748.925	-48.529.720
3º Trimestre/2010	-4,14%	-27.887.623	
2º Trimestre/2010	1,09%	-3.375.651	
1º Trimestre/2010	2,14%	1.482.479	
4º Trimestre/2009	-2,12%	-15.700.800	-149.999.977
3º Trimestre/2009	-7,95%	-38.214.228	
2º Trimestre/2009	-17,60%	-80.171.872	
1º Trimestre/2009	-1,29%	-15.913.077	
4º Trimestre/2008	24,44%	100.319.817	121.289.632
3º Trimestre/2008	20,86%	60.549.968	
2º Trimestre/2008	-11,50%	-43.876.657	
1º Trimestre/2008	3,34%	4.296.504	
RENTABILIDADE TOTAL		-121.706.559	

Quadro 3: Custos das Reservas Internacionais do Brasil.

Fonte: BACEN.

Nota: Produção própria do autor.

No *Quadro3* é possível observar o custo³³ que o governo brasileiro tem em manter suas reservas conforme sua atual política de captação. Os dados referem-se ao período compreendido entre o primeiro semestre de 2008 e o segundo semestre de 2011, e revelam que a manutenção das RI neste período custou ao erário quase 122 bilhões de reais³⁴. Dados publicados no Balancete de Demonstração dos Resultados do BACEN em sua página eletrônica oficial. A manutenção das RI gerou custos em todos os anos, exceto em 2008. Neste ano, a manutenção das RI gerou um lucro surpreendente de pouco mais de 121 bilhões. Tal fato se deve a uma manobra administrativa operada pelo BACEN para obter vantagens da conjuntura econômica internacional do momento: a crise financeira daquele ano, em que os

³² PAC2 – Programa de Aceleração do Crescimento: Conjunto de ações voltadas ao crescimento econômico adotadas pelo Governo Federal do Brasil em 2011.

³³ A Direção de Administração do BACEN informa que essa despesa (custo de captação) é significativamente menor do que a taxa SELIC, porque inclui outras formas de obtenção de recursos pelo BACEN para a aquisição de dólares, como depósitos compulsórios, por exemplo, que têm menor custo do que os títulos públicos.

³⁴ Em suas Notas Explicativas, o BACEN destaca que as reservas internacionais geraram prejuízo de R\$ 44,5 bilhões no primeiro semestre de 2011, e de acordo com dados do balanço do primeiro semestre da autoridade monetária, o prejuízo é dividido em duas partes: a primeira, de R\$ 15,7 bilhões, refere-se à diferença entre a rentabilidade das reservas e o custo dos recursos utilizados pelo BACEN para comprar dólares; a segunda parte é decorrente da perda de valor em dólar das reservas, por conta da valorização cambial de 6,31% somente neste ano de 2011. (BACEN, 2011).

títulos públicos norte-americanos se supra valorizaram. Para realização deste lucro, na fase inicial das turbulências dos mercados financeiros, o BACEN se desfez de parte de suas aplicações em títulos do tesouro norte-americano para investir em títulos supranacionais. Após a turbulência da crise o BACEN voltou a investir nos títulos norte-americanos, cujos valores de compra estavam mais baixos neste segundo momento.

Ressalta-se que a divergência de valores correspondentes às rentabilidades entre a *Tabela 5* e o *Quadro 3* (ambas apontam a rentabilidade das RI em %), verifica-se pelo fato de que a *Tabela 5* apura o resultado em percentagem da variação dos rendimentos das aplicações em valores nominais do dólar, enquanto que o *Quadro 3* apura os rendimentos em valores convertidos em reais. O segundo resultado incorpora os lucros ou prejuízos inerentes às variações cambiais, enquanto o primeiro ignora. Porém, ambos desprezam os índices de inflação.

Para termos uma ideia do que significam os valores dos custos de manutenção das reservas, precisamos compará-los aos principais gastos da união. Só então percebemos o quão impactante são essas cifras, e os custos de oportunidade que são impostos à sociedade brasileira. É surpreendente compararmos os valores gastos em manutenção das RI, com as possibilidades de investimento social das quais o Brasil carece. O *Quadro 3* apresenta um gasto total de mais de 121 bilhões de reais com as RI, e a seguir apresentamos alguns dos principais gastos do governo brasileiro em políticas sociais.

Tabela 7: Principais Gastos do Governo Brasileiro.

Gastos	Gastos do Governo (R\$ Bilhões)			TOTAIS
	2010	2009	2008	
Custo das Reservas Internacionais	48,5	150,0	(121,3)	74,2
Assistência Social	38,78	33,11	28,66	100,6
Educação	62,5	51,0	40,8	154,3
Habitação	1,23	2,82	0,9	5,0
Minas e Energia	79,5	68,37	51,5	199,4
Previdência Social	259,8	230,6	205,1	695,5
Saneamento Básico	1,65	1,62	1,52	4,8
Saúde	61,9	58,1	50,1	170,1
Segurança Pública	6,3	5,7	5,2	17,2
Transportes	18,18	13,28	9,11	40,6

Fonte: CGU – Controladoria Geral da União.

Nota: Produção própria do autor.

A *Tabela 7* compara os gastos da União com os custos das RI, e os principais gastos de políticas sociais realizados entre os anos de 2008 a 2010, publicados na página

eletrônica da Controladoria Geral da União (CGU). No ano de 2009 o custo das RI só não foi maior que os gastos com Previdência Social.

Atualmente, o déficit habitacional no Brasil é de 7,4 milhões de habitações, e por isso, uma das políticas sociais de maior interesse do povo brasileiro é a que diz respeito à construção de casas populares. Convém mencionar que déficits habitacionais provocam uma supervalorização dos preços dos imóveis (lei da procura e da oferta), dificultando ainda mais o acesso das classes menos abastadas à tão sonhada casa própria. O custo de construção de casas populares varia bastante em cada região, pois nas grandes cidades os custos são muito superiores aos custos das cidades interioranas, principalmente nos preços dos terrenos. Nos programas sociais de habitação, os orçamentos são estimados em valores que variam de R\$600,00 a R\$ 1.000,00 por metro quadrado de casa construída, e as casas são construídas com tamanho médio de 42 m². Nos programas em que os terrenos são doados pela União o custo fica no mínimo de R\$ 600,00 por metro quadrado, e cada casa construída sai por pouco mais de R\$ 25 mil. Isso significa que, sem questionar o mérito da questão, se o total gasto pelo governo em pagamento dos custos das RI entre 2008 e 2010 fosse integralmente aplicado em programas habitacionais, seria possível construir cerca de 3 milhões de casas populares. Lembrando que a maior parte desses recursos aplicados em políticas habitacionais retorna ao erário, pois as casas do sistema nacional de habitação são cedidas mediante financiamento de longo prazo assumido pelos mutuários. Possivelmente em 7 anos não haveria mais déficit habitacional no Brasil.

Mesmo para governos que administrem suas reservas de maneira pouco eficiente, as quais gerem custos de carregamento (como ainda se evidencia no Brasil), as desvantagens ocasionadas por baixas reservas são muito mais preocupantes e maléficas que os gastos com a manutenção de grandes saldos de reservas.

As prioridades adotadas pelas ultimas políticas fiscais e monetárias brasileiras (referentes principalmente ao controle da inflação, taxa de juros, reservas e câmbio), proporcionaram ao povo brasileiro desde o início da década 2000, um crescimento anual do PIB superior a de alguns países ricos (ver *Gráfico2*). Um crescimento econômico que há muito tempo se esperava (por parte das necessidades da sociedade brasileira), e que traz esperança de que o Brasil venha a receber as próximas décadas em uma conjuntura de prosperidade, crescimento e desenvolvimento. Assim acreditam também alguns organismos internacionais, a ponto de conferir credibilidade ao potencial da economia brasileira, e consequentemente propiciar ao Brasil a responsabilidade de sediar os mais importantes eventos esportivos mundiais nos anos de 2014 e 2016.

3.4 O NÍVEL ADEQUADO DE RESERVAS

Considerando que o acúmulo de reservas internacionais proporciona ao país tanto benefícios quanto custos, um dos objetivos do BACEN é o de manter as reservas internacionais em nível adequado. Pergunta-se, no entanto, o que seria um nível adequado das Reservas Internacionais (RI) ante as peculiaridades da economia brasileira?

Segundo agências eletrônicas de notícias (Economia e Negócios, 2011), nos últimos três anos, o Brasil³⁵ foi um dos países que mais elevaram seu volume de reservas, considerando os dez maiores do ranking. Desde 2007, a cifra cresceu 65%, atrás da China (73%) e Hong Kong (80%).

O acúmulo de RI³⁶ tornou-se objetivo de políticas econômicas dos principais países de economias emergentes (especialmente os BRIC³⁷), e também tem levado a sérias críticas por parte de economistas e formuladores de políticas econômicas que consideram tais índices exagerados e muito acima do recomendado.

A elevação dos saldos das reservas brasileiras é ocasionada também pelas compras de dólar efetuadas pelo Banco Central, em sua tentativa de evitar a forte valorização do real. O bom desempenho que a economia nacional tem realizado com as exportações, e o fato de que o Brasil tem sido (na última década) um dos principais destinos de investimentos estrangeiros no mundo, ocasionando forte entrada de moeda estrangeira na economia nacional. E a perspectiva de o Brasil se tornar um dos maiores exploradores de petróleo mundial com a descoberta da camada “pré-sal”, são fatores que geram expectativa de aumento nas reservas do país para os próximos anos.

Grandes saldos em divisas podem proteger a economia interna de possíveis cheques externos, principalmente se tratando de ataques especulativos aos mercados financeiros, que criam incertezas sobre ativos indexados a moedas estrangeiras. Grandes

³⁵ Segundo nota publicada em abril de 2011 pelo Itamaraty – Ministério das Relações exteriores, “A posição brasileira é de que a acumulação de reservas continuará a ser necessária enquanto não houver mecanismo no sistema monetário internacional que melhore a capacidade de os emergentes enfrentarem de forma confiável e rápida uma eventual crise de balanço de pagamentos”.

³⁶ A tendência de acúmulo de reservas por parte dos países ditos “emergentes”, alguns economistas estão comparando-a ao sistema Bretton Woods. No modelo original, o preço do dólar era fixado em ouro pelos Estados Unidos, e os demais países mantinham essa paridade em suas moedas em relação ao dólar. No modelo atual, os países emergentes fazem uso de suas reservas para intervirem maciçamente no mercado cambial e manterem suas moedas subvalorizadas frente ao dólar. Se a regra Guidotti-Greenspan for tomada como parâmetro de nível de reservas, então um depósito de cerca de US\$100 bilhões já seria suficiente para o Brasil ficar imune a possíveis crises econômicas internacionais. (Garcia, 2006).

³⁷ O BRIC é um termo criado por Jim O' Neill, economista e diretor do grupo financeiro Goldman Sachs, para os países emergentes com grande potencial econômico e industrial no século XXI: Brasil, Rússia, Índia e China.

volumes de reservas se mostraram um poderoso instrumento do BACEN³⁸ para a manutenção da liquidez das transações internacionais durante a crise global de 2008 e 2009. Período pelo qual não foi abalada a confiança dos investidores internacionais na capacidade de liquidez brasileira, o que foi determinante na rápida estabilização.

O governo³⁹ brasileiro tem dado prioridade em manter o nível das reservas o mais alto quanto possível. Mesmo que seu “carregamento⁴⁰” tenha altíssimo custo ao erário público, parece ser compensatório pela confiança e credibilidade que tal volume de reservas propicia aos agentes econômicos, revertendo em fluxo de investimentos estrangeiros na economia nacional.

Alguns dos principais métodos de cálculo utilizados para estabelecer o “nível ótimo de reservas internacionais (modelo de *Frenkel e Jovanovich*; modelo de *Ben-Bassat e Gottlieb*; modelo de *Jeanne e Ranciére*), sugerem que sejam mantidos em RI, valores que variem entre 7 e 12 por cento do PIB⁴¹.

No final da década de 90, foi enunciada a “regra *Guidotti-Greenspan*”, em que as reservas deveriam ser suficientes para amortizar pelo menos a dívida externa a vencer um ano à frente. Teoricamente, as reservas deveriam servir para suprir possíveis déficits na conta de transações correntes e balanço de pagamentos, além de manter a taxa de câmbio em determinada banda cambial conveniente às políticas adotadas.

A “regra do FMI” sugere que um país deva manter um nível mínimo de reservas que seja suficiente para cobrir o saldo de 3 (três) meses de importações, ou 2/3 (dois terços) do saldo negativo em transações correntes.

A seguir, a *Tabela 8* apresenta a percentagem das Reservas Internacionais brasileiras em relação ao seu PIB entre os anos de 1994 e 2010. O acúmulo das reservas brasileiras tem sido superior ao mínimo sugerido pelos modelos anteriormente citados (modelo de *Frenkel e Jovanovich*; modelo de *Ben-Bassat e Gottlieb*; modelo de *Jeanne e Ranciére*), os quais sugerem que o saldo de RI mantenha-se entre 7% e 12% do PIB.

³⁸ Em 31 de dezembro de 2009, as reservas internacionais do Brasil totalizavam um volume de US\$239,05 bilhões, montante 15,6% maior que o de 31 de dezembro de 2008. Esse incremento segue a política de aumentar a capacidade do país para enfrentar crises como a ocorrida em 2008. (BACEN, 2010, p. 5).

³⁹ A obsessão por acumular reservas tem sido muito focada por países de economias “emergentes”, em especial os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China, e África do Sul). Esse grupo de países iniciou 2011 com suas RI somadas equivalentes a 40% das RI globais, sendo que desses, mais da metade pertence à China. A expectativa é de que esses países continuem com políticas e ações para aumentarem suas reservas. (ITAMARATY, 2011).

⁴⁰ Os custos de carregamento das reservas são abordados na seção 3.1 e 3.3.

⁴¹ Ressalta-se que os defensores de políticas econômicas liberais defendem, no entanto, que a teoria de que um câmbio perfeitamente flutuante não exigiria a existência de reservas internacionais, pois o balanço de pagamentos seria equilibrado ao longo do tempo pelos efeitos dos movimentos de valorização ou desvalorização da taxa de câmbio. (IBRE/FGV, 2010).

Tabela 8: Relação (%) entre as RI e o PIB do Brasil

ANO	RI - US\$(milhões)	PIB - US\$(milhões)	(%)
1994	38.806	543.087	7,15%
1995	51.840	770.350	6,73%
1996	60.110	840.268	7,15%
1997	52.173	871.274	5,99%
1998	44.556	843.985	5,28%
1999	36.342	586.777	6,19%
2000	33.011	644.984	5,12%
2001	35.866	553.771	6,48%
2002	37.823	504.359	7,50%
2003	49.296	553.603	8,90%
2004	52.935	663.783	7,97%
2005	53.799	882.439	6,10%
2006	85.839	1.088.767	7,88%
2007	180.334	1.366.544	13,20%
2008	206.806	1.636.022	12,64%
2009	239.054	1.577.264	15,16%
2010	288.575	2.008.177	14,37%

Fonte: ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

Entre os anos de 1994 e 2006, o nível de reservas já oscilava muito próximo à percentagem mínima sugerida de 7%, e do ano de 2007 em diante, o nível de reservas passa a ter saldos mais cômodos (acima dos 12% sugeridos) em relação a este mesmo modelo.

Tabela 9: Relação (%) entre as RI e as DECP do Brasil

ANO	RI - US\$(milhões)	DECP - US\$(milhões)	(%)
1994	38.806	30.397	127,66%
1995	51.840	30.524	169,83%
1996	60.110	37.787	159,08%
1997	52.173	36.715	142,10%
1998	44.556	26.430	168,58%
1999	36.342	27.392	132,68%
2000	33.011	27.420	120,39%
2001	35.866	27.658	129,68%
2002	37.823	23.395	161,67%
2003	49.296	20.194	244,11%
2004	52.935	18.744	282,41%
2005	53.799	18.776	286,53%
2006	85.839	20.323	422,37%
2007	180.334	38.901	463,57%
2008	206.806	36.444	567,46%
2009	239.054	30.972	771,84%
2010	288.575	56.450	511,21%

Fonte: ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

Mesmo comparando o nível de reservas com as Dívidas Externas de Curto Prazo (DECP) como sugerido pela “regra *Guidotti-Greenspan*”, podemos notar um valor expressivo no que se refere ao acúmulo das RI conforme demonstrado na *Tabela 9*.

Na *Tabela 9* podemos verificar que desde o ano de 1994, o nível de reservas mantido pelo BACEN tem sido suficiente para cobrir as Dívidas Externas de Curto Prazo conforme sugerido pela regra *Guidotti-Greenspan*, com ápice em 2009, cujas RI podiam cobrir pouco mais de 7,7 vezes as DECP.

A seguir, a *Tabela 10* mostra a evolução do nível das RI do Brasil ante as 10 maiores RI mundiais nos anos de 2008, 2009 e 2010. Nos últimos anos, o Brasil se tornou o país ocidental que possui o maior nível de RI⁴².

Tabela 10: Maiores RI em US\$(bilhões) entre 2008 e 2010

PAÍS	2010		2009		2008	
	RI	Posição	RI	Posição	RI	Posição
China	2.622	1º	2.273	1º	2.000	1º
Japão	1.040	2º	1.053	2º	978	2º
Rússia	483	3º	442	3º	435	3º
Arábia Saudita	456	4º	395	4º	150	10º
Taiwan	383	5º	347	5º	281	4º
Brasil	291	6º	238	9º	208	6º
Índia	284	7º	287	6º	246	5º
Coreia do Sul	275	8º	271	7º	201	7º
Hong Kong	263	9º	240	8º	161	9º
Cingapura	213	10º	2.273	10º	169	8º

Fonte: CIA – Central Intelligence Agency.

Nota: Produção própria do autor.

Em 2008 o Brasil possuía a 6ª maior RI mundial, passou para 9ª em 2009 e voltou a ser a 6ª maior em 2010. Dentre as 10 maiores o Brasil é o único país ocidental, e a presença dos BRIC neste *ranking* é notória e acirrada. China e Rússia têm mantido constante suas posições no *ranking*, mas Brasil e Índia vêm alternando suas posições, inclusive entre si.

O BACEN não define explicitamente o nível de volume das reserva o qual pretende manter, e não cita em suas notas oficiais sobre metas e objetivos, se pretende seguir algum dos modelos citados anteriormente. Mas claramente tem acompanhado a estratégia

⁴² Este fato tem ocasionado bastante notoriedade a organismos internacionais que lidam com mercados financeiros, de modo que o governo brasileiro recebeu recentemente, convites das principais nações européias a ingressar como parceiro na formação de um fundo de assistência a países com dificuldades econômicas. Além de receber sugestões do FMI para aumentar sua cota de participação de depositário no fundo.

chinesa de acúmulo de grandes volumes de reservas, no intuito de transparecer ao mercado internacional que possui potencial liquidez.

Para que um país esteja preparado para enfrentar crises externas, o saldo das reservas deve ser suficiente não só para cobrirem as dívidas de curto prazo. Deve-se relevar que em momentos de abertura financeira e de grandes fluxos de capitais, é expressivo o volume de cidadãos que queiram trocar parte de seus depósitos em moeda nacional por moeda estrangeira, principalmente por moedas conversíveis.

O fato relevante para bons indicadores econômicos não é o volume bruto de reservas em si, mas sim a razão entre a dívida pública e o PIB, bem como o grau de endividamento e as perspectivas de crescimento (ver *seção 3.5* que trata sobre a relação entre reservas, dívidas e riscos). Tais indicadores seriam mais relevantes para as expectativas dos agentes financeiros nos mercados de capitais, que apenas números absolutos de depósitos de divisas.

Não há consenso entre economistas e formuladores de política econômica para apontamento de um valor como parâmetro de nível adequado para as reservas internacionais. Mas é consenso, mesmo para a cúpula do atual governo, de que as RI brasileiras estão muito acima do necessário para controle de crises externas. O volume atual não é puramente securitário, admitindo hipóteses de ganho de credibilidade e flexibilidade para a execução da política fiscal. Segundo Luiz Pereira da Silva, diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central: "Essa é uma questão muito delicada. Não adianta querer colocar um número mágico".

Em um discurso no Senado brasileiro em 07 de dezembro de 2011, o então futuro Presidente do BACEN Alexandre Tombini, afirmou que “o nível de reservas internacionais no Brasil é moderado”. Ainda segundo Tombini, o nível de reservas brasileiras representa menos de 15% do PIB. Ele comparou esse patamar ao de outros países em desenvolvimento que têm mais reservas, como a China e Rússia com mais de 40% e 21% do PIB respectivamente. Acredita que as reservas internacionais ajudaram o Brasil a superar a crise financeira internacional, iniciada em 2008, e que o nível das reservas permitiu o uso de “forma criativa” dos recursos no enfrentamento da crise. Tombini acrescentou ainda que “a questão do tamanho ótimo” das reservas ainda não foi resolvida pelos economistas. (OLIVEIRA, 2011).

Um fato a ser considerado é o de que o alto saldo de reservas do Brasil tem sido sustentado pela alta taxa básica de juros que o governo tem mantido. O governo tem usado os juros altos, também como instrumento de conter a inflação. Deve existir, assim, um ponto em

que os custos de carregamento das reservas passem a superar seus benefícios e que determinaria o volume “ótimo de reservas”. Saber com exatidão os custos das reservas, portanto, é crucial para que o país possa avaliar os prós e contras envolvidos na acumulação de reservas. No Brasil, não há estatísticas oficiais regularmente publicadas que apresentem o custo de manutenção das reservas. (KOHLER, 2011).

Mesmo admitindo-se que o nível das reservas em 2008 e 2009 estava acima do necessário para que o Brasil pudesse honrar seus compromissos externos, os indicadores macroeconômicos apontam o fato de que esses recursos permitiram que houvesse pouca variação negativa no nível de consumo interno frente à crise imobiliária norte-americana de 2008. Durante esta crise internacional que debilitou economias de países desenvolvidos (principalmente países europeus) a economia brasileira sofreu poucas avarias.

Podemos considerar a variação real do PIB como um dos indicadores para verificarmos se um país está enfrentando dificuldades ou não, e sua intensidade. E desde 2002 a economia brasileira tem crescido de maneira notória se comparada a países desenvolvidos. Daquele ano em diante, os indicadores nacionais sobre nível de reservas, investimentos diretos externos e variação real do PIB, têm atingido números inéditos de bons resultados.

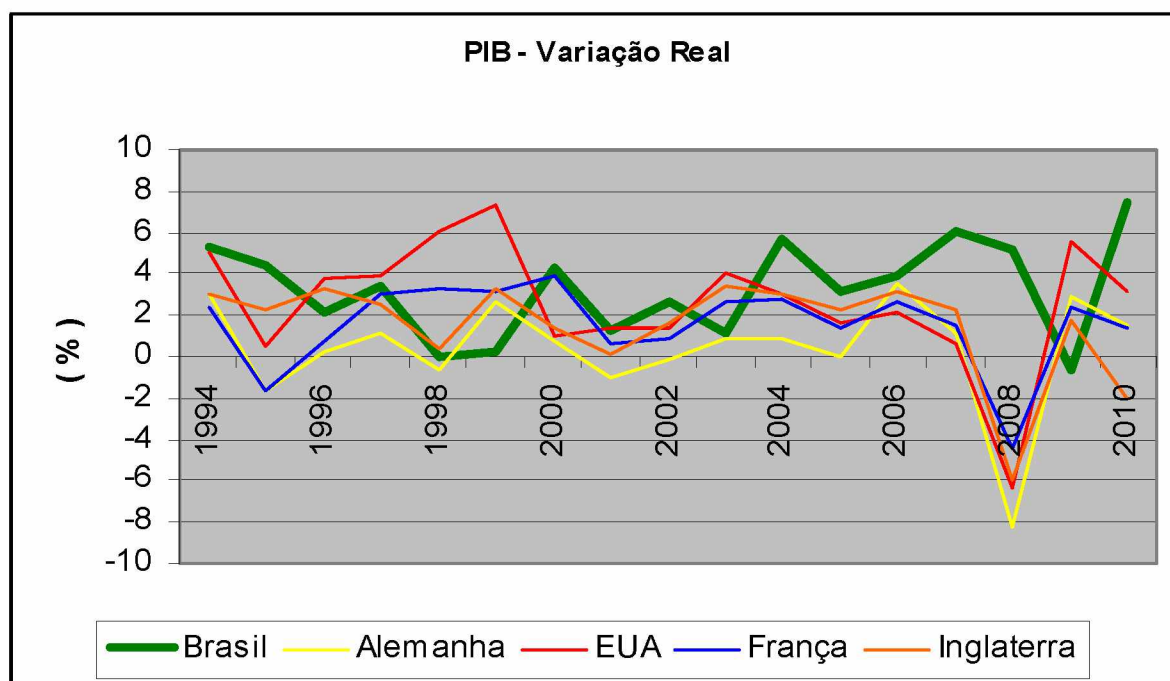


Gráfico 2: Variação do PIB – Países Selecionados.

Fonte: Ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

O *Gráfico 2* nos dá uma noção do bom desempenho da economia brasileira comparada a alguns países “ricos” selecionados. Especialmente a partir do ano 2000, a variação real do PIB brasileiro foi surpreendente comparada a algumas economias ricas.

Comparando os índices macroeconômicos norte-americanos e brasileiros para o mesmo período (2008 e 2009) pode-se dizer que o Brasil foi, relativamente, pouco afetado pela crise financeira de 2008. Nos anos de 2007, 2008, 2009 e 2010, a variação real do PIB do Brasil foi respectivamente de 6,09%, 5,17%, -0,33% e 7,53%. A variação real do PIB dos EUA no mesmo período foi de 0,6%, -6,3%, 5,6% e 3,1% respectivamente. Entre 2007 e 2010 a variação real acumulada do PIB⁴³ brasileiro foi de 12,7%, enquanto que a norte-americana foi de apenas 2,0%. De 2007 a 2009 a taxa de desemprego no Brasil aumentou em -12% e 17 % respectivamente, enquanto que nos EUA a taxa de desemprego aumentou no mesmo período respectivamente em 44% e 39%⁴⁴. O trauma ocorrido na economia norte-americana não era presenciado desde os acontecimentos desencadeados pela quebra da bolsa de 1929: falência generalizada de instituições do sistema financeiro; taxa de desemprego historicamente alta; queda no índice de crescimento.

3.5 RESERVAS, DÍVIDA PÚBLICA E RISCO DE CRÉDITO

O atual volume de reservas do Brasil propiciou à atual geração de cidadãos brasileiros, presenciar a inédita situação de seu país como credor de empréstimos internacionais. Uma novidade até no balanço do BACEN ao apresentar as aplicações das RI, pois o balanço agora é discriminado em dois aspectos distintos: situação de caixa; e situação de liquidez. A diferença é que a situação de liquidez é composta pelas RI disponíveis em caixa somadas aos ativos (não disponíveis) constituídos como empréstimos a outras entidades internacionais.

Ao se discutir um nível de reservas que possa minimizar os riscos em momentos de crises cambiais, e ao mesmo tempo seja eficiente quanto aos custos de manutenção e oportunidade⁴⁴, é recorrente também uma discussão sobre a composição da dívida pública e o equilíbrio das contas governamentais. Pois, se as RI se tratam de uma espécie de poupança, é

⁴³ Dados divulgados na página eletrônica IPEADATA, cujas fontes são citadas como sendo o IBGE para as informações relativas ao Brasil, e a agência de notícias *The Economist* para informações relativas aos EUA.

⁴⁴ Os custos de manutenção e de oportunidade das reservas são apresentados na *seção 3.3*.

fundamental que o governo tenha políticas claras e eficazes sobre os gastos públicos capazes de gerarem superávits formadores de poupança pública, que por sua vez propiciam à formação de RI.

Em economias emergentes, tem-se como objetivo sobre a composição da dívida pública, reduzir a vulnerabilidade do país quanto a sua capacidade de pagamento. Políticas são discutidas sobre decisões na escolha de um perfil de endividamento que minimize o risco da dívida. Essa abordagem torna relevante o acompanhamento da composição e os custos da dívida pública, já que custos elevados aumentam também o risco de inadimplência. Faz-se necessário ainda a distinção entre a dívida pública interna, ou doméstica, a qual deve ser liquidada em moeda corrente nacional; e a dívida pública externa, a qual deve ser liquidada em moeda estrangeira; ambas relacionadas em percentagem do PIB⁴⁵.

Um dos pontos importantes para entrada de recursos estrangeiros no país é o volume das dívidas públicas. Os governos necessitam transparecer liquidez e confiança com foco também em atrair investimentos externos que financiem o crescimento econômico. Dívidas públicas baixas e RI elevadas (ambas relativas ao PIB) são atrativos para investidores externos, tanto na forma de Investimentos Diretos Externos (IDE) quanto na forma de Investimentos em Carteira (IC).

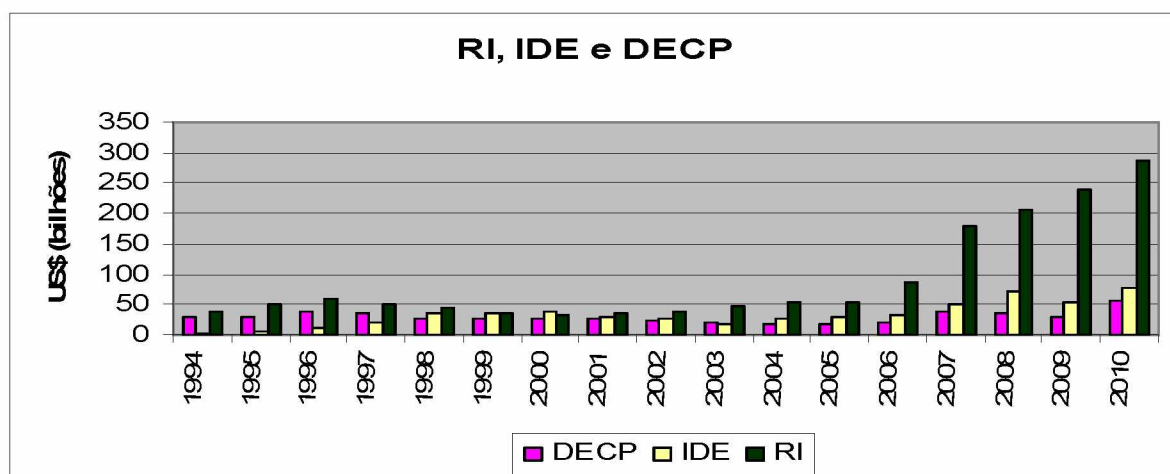


Gráfico 3: Reservas, Investimentos e Dívidas de Curto Prazo.

Fonte: Ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

O *Gráfico 3* nos mostra a evolução da RI (Reservas Internacionais do Brasil), do IDE (Investimento Direto Externo) e da DECP (Dívida Externa de Curto Prazo brasileira,

⁴⁵ O nível de endividamento de um país é uma mensuração das Dívidas Públicas (externas de curto e longo prazo) em percentagens do seu PIB. Geralmente ocorre variação do nível de endividamento ocasionado por decisões de emissão ou resgate de título de dívida pública, dos prêmios de risco relativos aos instrumentos de endividamento, e pelas oscilações de variáveis macroeconômicas como câmbio, inflação e taxa de juros.

apurada no quarto trimestre de cada ano). Nele é perceptível o aumento no acúmulo de reservas adotadas pelas atuais políticas econômicas, bem como na tentativa de diminuir ou estabilizar o grau de endividamento externo. A relação cômoda entre o nível das RI e o nível das DECP tem favorecido o aumento de entrada de recursos externos na forma de IDE, ainda que timidamente.

Para agentes e investidores dos mercados de capitais, o risco atribuído à economia de um país refere-se principalmente à comparação entre suas dívidas e suas reservas (possibilidade de pagamento dessas dívidas). Governos que possuem baixas reservas em relação a suas dívidas públicas têm maior dificuldade na obtenção de financiamentos e investimentos externos.

Tabela 11: Relação entre RI e a Dívida Externa Brasileiras.

ANO	RI - US\$(milhões)	DE - US\$(milhões)	(%)
1994	38.806	148.295	26,17%
1995	51.840	159.256	32,55%
1996	60.110	179.935	33,41%
1997	52.173	199.998	26,09%
1998	44.556	241.644	18,44%
1999	36.342	241.468	15,05%
2000	33.011	236.156	13,98%
2001	35.866	226.067	15,87%
2002	37.823	227.689	16,61%
2003	49.296	235.414	20,94%
2004	52.935	220.182	24,04%
2005	53.799	187.987	28,62%
2006	85.839	199.372	43,05%
2007	180.334	240.495	74,98%
2008	206.806	262.910	78,66%
2009	239.054	277.563	86,13%
2010	288.575	349.956	82,46%

Fonte: Ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

Na *Tabela 11* verificamos a evolução das RI brasileiras em relação à sua Dívida Externa (DE) ⁴⁶, e percebemos que, se mantidas as atuais políticas cambiais do governo, as reservas por si só tendem a ser suficientes para liquidar a dívida externa nos próximos anos. Essa relação RI / DE é muito importante em se tratando de confiança dos investidores estrangeiros, pois países em que essa razão é pequena apresentam dificuldades em obter

⁴⁶ Neste caso **não** estamos nos referindo à DECP – Dívida Externa de Curto Prazo, que corresponderia apenas às obrigações externas vincendas no prazo de 12 meses.

financiamentos externos. Podemos verificar isso comparando a evolução das RI brasileiras ante sua DE, e como tem se comportado a curva do índice Risco-Brasil (*Gráfico 4* a seguir).

O **Risco-Brasil**⁴⁷ é calculado diariamente e representa a diferença entre a taxa de retorno de títulos de dívida de países emergentes, e a taxa oferecida por títulos do Tesouro Norte-americano nos mercados secundários. Grandes investidores internacionais dão muita relevância a estes índices que são divulgados diariamente pelo banco de investimentos norte-americano *J. P. MORGAN*.

Criado em 1993 com a nomenclatura EMBI+ (Emerging Markets Bond Index Plus) que significa Índice de *Bonds* de Países Emergentes, mede carteiras de ativos de vários países considerados como economias emergentes (atualmente são 21). Cada um desses países tem uma cotação diária, calculada por economistas da *J. P. MORGAN*, que representa o nível da capacidade ou não de honrarem seus compromissos. No caso do Brasil, o índice tem nome técnico de EMBI+Brasil. Os ativos usados para cálculo do EMBI+ são os títulos de dívida pública, e a taxa de juros que remuneram esses títulos. Por convenção, 100 pontos EMBI+ representam 1% de sobretaxa que se oferecem de juros sobre os retornos dos títulos norte-americanos. Países cuja EMBI+ é inferior a 200 pontos, são classificados como integrantes da “investment grade”, e conseqüentemente adquirem melhor fluxo de entrada de capitais estrangeiros. “Considerado um dos principais termômetros da confiança dos investidores, o índice EMBI+, calculado pelo Banco JP Morgan Chase...” (ALVES, 2011).



Gráfico 4: Reservas Internacionais e o Risco Brasil.

Fonte: Ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

⁴⁷ Dentre as diversas agências de classificação de risco, as agências de comunicação brasileiras se referem ao índice EMBI+ da *J. P. MORGAN* com o pseudônimo Risco-Brasil.

A evolução do Risco Brasil, apresentada no *Gráfico 4*, aponta para uma forte relação existente entre o saldo das RI e a confiança de investidores estrangeiros. Podemos ainda destacar que a evolução do Risco Brasil desde o início de sua apuração até 31/12/2010 é impressionante. Sua variação é inversamente proporcional aos saldos de reservas internacionais. Verifica-se uma relação direta entre os saldos de RI com a confiança dos investidores estrangeiros conforme indicam os pontos EMBI+. Essa relação somente é abalada em momentos específicos em que a economia é abalada por desconfiças ocasionadas por crises externas, ou mudança de cenários políticos:

- A crise da Rússia em 1998 afetou a economia brasileira de forma intensa. Nossa economia estava tão vulnerável a crises estrangeiras que o governo teve que recorrer ao “socorro” do FMI;
- A troca do governo FHC para o governo Lula no fim de 2002 provocou muitas dúvidas e expectativas sobre as políticas econômicas que o novo governo traria;
- A crise das instituições financeiras norte-americanas em 2008 afetou a economia brasileira de forma pouco intensa, mas sua repercussão internacional não deixou o Brasil imune.

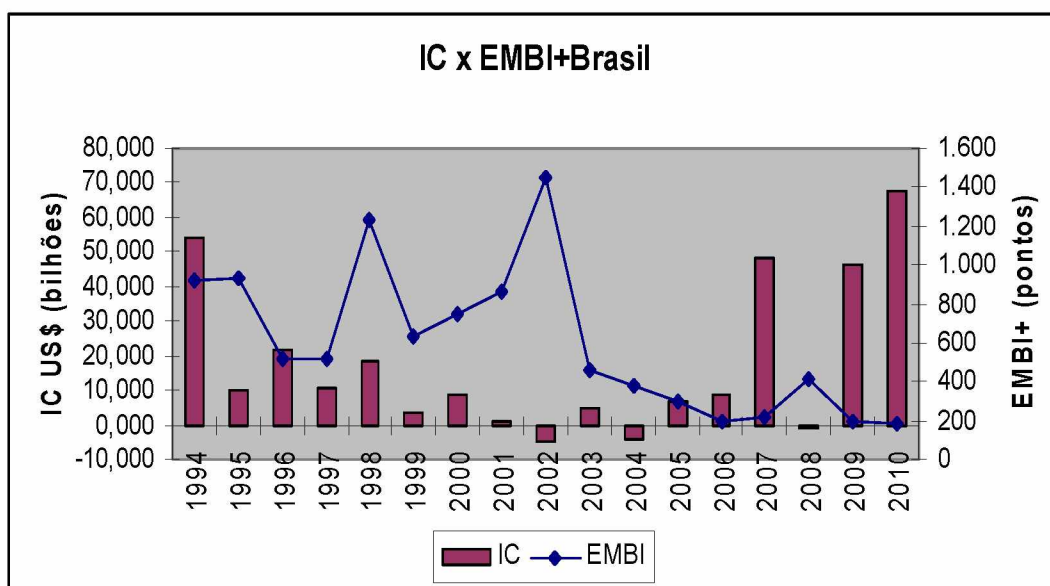


Gráfico5: Investimentos em Carteira e o Risco Brasil.

Fonte: Ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

O BACEN define o Investimento em Carteira (IC) como sendo o grupo investimento que registra os fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de

crédito comumente negociados em mercados secundários⁴⁸ de ações. Existe uma relação muito relevante entre as análises de risco dos títulos brasileiros e o volume de aplicações nos mercados financeiros, conforme apresentado no *Gráfico 5*. Tal relação não se evidencia apenas nos anos de 1994 e 2008, marcados pela implantação do real e da crise nos mercados imobiliários norte-americanos respectivamente.

A seguir, no *Gráfico 6*, é possível verificarmos também uma relação direta entre Investimento Direto Externo (IDE) e o EMBI+Brasil. Mesmo que o EMBI tenha relação mais direta com aplicações no mercado financeiro, as boas expectativas que este índice possa divulgar também “contagiam” as expectativas daqueles que pretendem investir no setor produtivo nacional (IDE). Até o ano de 2005 os investimentos diretos não chegavam a 40 bilhões ao ano, mas a partir de 2006, quando o Brasil passa a integrar o “*investment grade*”, os volumes de IDE aumentam substancialmente.

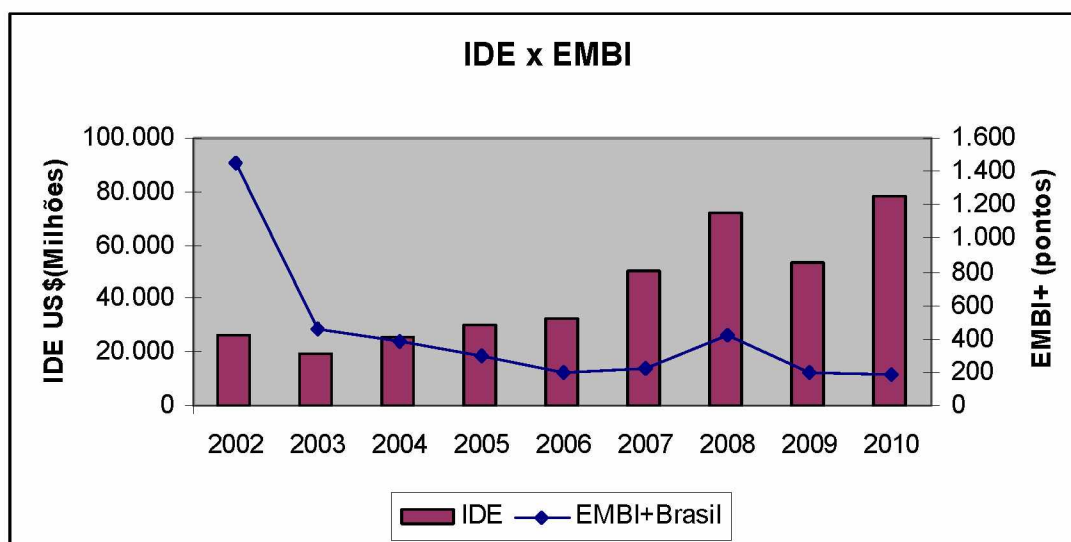


Gráfico 6: Investimento Direto Externo e o Risco Brasil.

Fonte: Ipeadata.

Nota: Produção própria do autor.

O resultado da “triangulação” - reservas, dívidas, risco - reflete sobre a entrada de capitais estrangeiros que financiam o crescimento e possivelmente também o desenvolvimento econômico do país. No período de 2003 a 2010, as políticas econômicas do governo brasileiro eram bem definidas e suplantavam poucas dúvidas ou incertezas nos agentes dos mercados financeiros. Esse cenário econômico somado à política de acúmulo de reservas então adotado, refletiu na entrada de capitais estrangeiros na economia brasileira.

⁴⁸ O **mercado primário** de ações refere-se à primeira vez em que um título é ofertado, com objetivo de fazer caixa a quem o emitiu. O **mercado secundário** refere-se a negociação de títulos pelos seus respectivos titulares, não necessariamente seus emitentes.

Exceto pela crise financeira internacional de 2008, é clara a relação direta e inversamente proporcional tanto entre o índice EMBI+Brasil e os IDE, quanto entre o EMBI+Brasil e o IC.

Outro importante índice de classificação de risco⁴⁹ de títulos é o *Rating S&P*⁵⁰, criado e divulgado pela instituição *Standard & Poor's (S&P)*. Um *rating* de crédito é a opinião de uma instituição (ou agente por ela designado) sobre a qualidade geral de crédito de um devedor ou sobre a qualidade geral de crédito de um devedor em relação a um título de dívida específico ou, ainda, em relação a alguma outra obrigação financeira. (S&P, 2012).

Sediada em Nova Iorque e com escritórios em mais de 23 países, a *S&P* presta serviços de inteligência e consultoria a investidores internacionais a mais de 150 anos. (S&P, 2012). Seu índice de classificação é apontado na forma de siglas que variam em ordem alfabética de “AAA” até “D” seguindo a uma ordem decrescente de “qualidade de crédito” (menor risco de inadimplência) conforme disposto a seguir no *Quadro 4*.

INVESTIMENTO	ESPECULATIVO
AAA	BB+
AA+	BB
AA	BB-
AA-	B+
A+	B
A	B-
A-	CCC
BBB+	CC
BBB	C
BBB-	D
BBB-	SD

Quadro 4: Classificação dos graus de risco S&P em ordem decrescente.

Fonte: Standard & Poor's.

Nota: Produção própria do autor.

O *Quadro 4* mostra em ordem decrescente de classificação de qualidade de crédito atribuído pela *S&P* aos títulos que analisa. Os títulos mais seguros são classificados como “AAA”, e os menos seguros como “D”. Os títulos cujo risco são altos de mais para serem qualificados são classificados como “SD”. A “investment grade” da *S&P* é composta pelos títulos classificados entre “AAA” e “BBB-”, abaixo disso são considerados como risco especulativo.

⁴⁹ Outras instituições que adotam critérios de classificação muito semelhantes à *S&P* são a *Fitch* e a *Moody's*.

⁵⁰ Segundo a *S&P*, Os *ratings* de crédito são opiniões relativas ao risco de crédito. Não são recomendações para comprar, manter ou vender investimentos. São apenas índices que podem auxiliar investidores na tomada de decisões de investimentos. Não são indicações da liquidez do mercado de um título de dívida ou seu preço no mercado secundário. E não são garantias de qualidade de crédito ou de risco de crédito futuro. Os *ratings* não recebem auditoria de nenhuma instituição independente.

ANO	RATING
2003	B+
2004	BB-
2005	BB-
2006	BB
2007	BB+
2008	BBB-
2009	BBB-
2010	BBB
2011	BBB

Quadro 5: Evolução do *Rating* do Brasil entre 2003 e 2011.

Fonte: Standard & Poor's.

Nota: Produção própria do autor.

A evolução da classificação (*rating* da *S&P*) dos papéis da dívida pública brasileira está disposta no *Quadro 5*, onde é possível visualizar que a classificação de “*investment grade*” só foi obtida a partir de 2008. Convém lembrar que este *rating* refere-se exclusivamente aos títulos de dívida pública do Brasil, pois a *S&P* elabora *ratings* de diversos tipos de títulos públicos e privados. Os títulos da dívida pública brasileira alcançaram o grau de “*investment grade*” da *S&P* somente em 30 de abril de 2008, quando passou da classificação “BB+” para “BBB-”. Segundo Lisa Schineller, analista de crédito da *S&P*, a elevação reflete o amadurecimento das instituições brasileiras e das estruturas de política, que refletem melhores perspectivas de tendência de crescimento. Destacam-se também as taxas de inflação mantidas muito próximas das metas governamentais; e o perfil da dívida pública que está em sintonia com os perfis dos demais países que têm grau de investimento⁵¹, completa a analista. (*S&P*, 2012).

⁵¹ Um instrumento conhecido como Credit Default Swap (CDS), um seguro instrumento de proteção contra o risco de um devedor não cumprir suas obrigações, ou seja, um seguro do risco para a exposição a títulos da dívida de países. O CDS divulga índices de risco com analogia semelhante ao EMBI+, ou seja, quanto maior o índice, maior o risco. No dia 14 de junho de 2011, pela primeira vez na história, o índice CDS apontava menor risco de investimento no Brasil que o dos EUA, 41,2 contra 49,7 pontos respectivamente, e este fato causou euforia aos responsáveis pela política econômica brasileira. O CDS é um “seguro” do pagamento das dívidas do governo negociado no mercado financeiro. Sua oscilação de preço reflete, além dos indicadores econômicos, a aposta de especuladores que atuam nos mercados financeiros. Se em algum dia viesse de fato a ser menos arriscado investir no Brasil a investir nos EUA, a atual política de reservas internacionais adotada pelo governo brasileiro (e de tantos outros países) teria que ser “abandonada” e totalmente reformulada, pois não faria mais sentido adotar uma estratégia conservadora de investimentos, e aplicar ativos das reservas nacionais em títulos norte-americanos uma vez que os nacionais oferecessem menores riscos. A não ser que se queira adotar uma política de investimentos menos conservadora

4 FUNDOS SOBERANOS COMO OPÇÃO DE INVESTIMENTO

As atuais políticas cambial e monetária adotadas pelo governo brasileiro, mantendo o volume das reservas internacionais a um nível considerado alto, segundo alguns critérios (regras) de níveis de reservas já citadas (ver *seção 3.4*), trazem a discussão sobre a possibilidade de se instituir um Fundo Soberano nacional. Ante a atual conjuntura econômica internacional, o acúmulo de reservas brasileiras ajudou a melhorar os indicadores de solvência e endividamento externos, além de contribuir para uma apreciação real na taxa de câmbio (uma vez que as RI são um dos principais instrumentos do BACEN em suas intervenções no mercado cambial). Essa apreciação maléfica aos setores exportadores, pode ser amenizada com a destinação de boa parte dessas reservas para aplicação em um Fundo Soberano⁵².

Não existe uma definição universal para Fundos Cambiais (Soberanos), mas podemos qualificá-los como um conjunto de ativos pertencentes a um governo, cujo objetivo seja de aplicação financeira. Uma vez constituídos, possuem a característica de terem uma carteira de ativos com portfólios variados.

Os Fundos são uma espécie de reserva utilizada por países que possuem grandes volumes de ativos estrangeiros, recursos obtidos de superávits fiscais, ou superávits na balança comercial. Países que geram superávits fiscais elevados, como a China, que transfere recursos do seu Banco Central para seu Fundo Soberano por meio de operações realizadas com títulos do governo. Superávits comerciais em economias exportadoras de *commodities*, como é o caso, por exemplo, dos países do Oriente Médio, da Rússia e da Noruega, que são produtores de petróleo; de Botsuana, baseada na extração de diamantes; e do Chile, grande produtor mundial de cobre.

Diferentemente dos bancos centrais, que focam sua atuação na liquidez e na preservação das reservas externas, a maioria dos fundos soberanos tem gestão distinta das reservas oficiais, que, em geral, são aplicadas em títulos dos principais países, notadamente do Tesouro norte-americano. Constituídos de ativos em moeda estrangeira, esses fundos têm mandato para assumir investimentos de risco de forma a garantir um retorno maior. A disponibilidade de recursos e o risco embutido nas operações fazem com que os países que optam por investir por meio de fundos soberanos tenham características muito específicas. (DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO, 2011).

⁵² Em 23 de maio de 2008, sofrendo pressões sobre a taxa de câmbio, e expectativa de superávits advindos das promessas de imensas reservas de petróleo a serem exploradas na camada pré-sal, e atuais déficits em conta corrente, o Ministério da Fazenda (Ministro Guido Mantega), argumentou sobre a necessidade da criação de um Fundo Soberano para o Brasil. (CAGNIN, 2008).

Os Fundos Soberanos são investimentos em divisas com o objetivo de viabilizar um fluxo de receita sustentável para fazer face ao esgotamento de recursos naturais ou à perda de competitividade internacional das empresas nacionais. Ou ainda para a redução dos custos de carregamento das reservas internacionais, que, em geral, são aplicadas pelos bancos centrais em títulos, líquidos e seguros, dos tesouros dos países industrializados. (DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO, 2011).

4.1 CONSTITUIÇÃO DE FUNDOS SOBERANOS

As reservas internacionais mantidas pelos bancos centrais, geralmente têm característica de investimentos conservadores, os mais seguros possíveis, e consequentemente os menos rentáveis, pois a prioridade é manter a alta liquidez desses ativos⁵³. Diferentemente dos bancos centrais, que focam sua atuação na liquidez e na preservação das reservas externas, a maioria dos fundos soberanos tem gestão distinta das reservas oficiais, que, em geral, são aplicadas em títulos constituídos de ativos em moeda estrangeira. Uma vez identificado um nível de saldo seguro para manutenção das RI, a autoridade monetária pode transferir o saldo excedente para um Fundo Soberano de sob sua gerência, cujos rendimentos podem ser suficientes para anular os custos de carregamento das reservas, além de servir como instrumento de financiamento do desenvolvimento econômico interno.

Quando há um volume de reservas externas muito elevadas, geralmente o custo de carregamento⁵⁴ e de oportunidade para a manutenção desses depósitos é elevado. Situação comum a países cujas exportações excedem muito às importações. Então surge o questionamento de como gerir melhores rendimentos a esse excesso de captação de ativos estrangeiros, comparados aos baixos rendimentos oferecidos pelos títulos conservadores (geralmente do governo norte-americano). Lembrando que existe um custo fiscal ocasionado pela diferença entre a taxa básica de juros oferecida pelo governo, e a taxa de rendimento dos ativos conservadores externos. Nesse contexto os Fundos Cambiais aparecem como opção de redução do custo fiscal e possibilidade de bons rendimentos em investimentos, pois esses fundos são constituídos geralmente por parte de reservas cambiais oficiais que são aplicadas

⁵³ Os tipos de ativos das RI e suas particularidades estão abordadas no *capítulo 3*.

⁵⁴ Na *seção 3.3*, abordamos questões sobre benefícios e prejuízos sobre o acúmulo de reservas cambiais.

em um conjunto de ativos mais diversificados, porém com maiores riscos. Os ativos que compõem a carteira destes fundos podem ser títulos de dívidas públicas, não apenas de países considerados ricos, mas de países emergentes também, títulos privados, *commodities*, metias nobres, moedas não conversíveis, ações, imóveis, derivativos, outros fundos de investimentos, enfim, tendem a aplicar seus recursos no mercado financeiro com o objetivo explícito de auferir rentabilidade aos investimentos. Muitos fundos de riqueza soberana dispõem de administrações altamente profissionalizadas, com conhecimento especializado e experiência nos mercados internacionais de capital. Suas operações visam obter ganhos de capital como qualquer investidor institucional. (CAGNIN, 2008).

Após a instituição desses fundos, é comum que os governos que os administram destinem esses rendimentos a algum objetivo específico, sejam para políticas públicas, sociais, metas de poupança para gerações futuras, lastro para intervenções no mercado cambial ou aplicação de políticas monetárias, ou financiamento da política fiscal. O rendimento desses fundos pode também ser empregado como financiador de investimentos em infraestrutura ou instrumento de compra de títulos da dívida externa emitida pelo Estado.

Desde o início da década de 1990, alguns países como Rússia, México e Brasil, sofreram sérios ataques especulativos contra suas moedas, e estes governos que possuíam baixos saldos de reservas cambiais, acabavam por ter que solicitar socorro ao FMI. Durante aquela década, o forte e espantoso crescimento das economias asiáticas, somado aos sucessivos superávits comerciais e câmbio desvalorizado nessa região, tem lhes propiciado uma política de grande acúmulo de reservas internacionais, em especial a economia chinesa. Esse aquecimento econômico tem afetado também as economias latino-americanas (a partir dos anos 2000), e o crescente aumento no preço de algumas *commodities*, alguns países americanos conseguiram acumular divisas, com destaque para o Brasil e o México.

Os EUA após sucessivos momentos críticos em sua economia (crise de 2008), perderam um pouco de seu *status* de país “totalmente” seguro para se investir, e a qualidade do crédito de seus títulos passou a ser reclassificada pelas agências de análises de risco. O excesso de liquidez das políticas econômicas norte-americanas trouxe fragilidade ao dólar, em razão disso, é crescente o interesse de países emergentes, pela formação de fundos soberanos como opção de investimento que seja mais rentável.

Os fundos soberanos têm como objetivo principal conservar e proteger riqueza e patrimônio para gerações futuras, mas também podem ser constituídos para: ajudar a

autoridade monetária a diminuir o excesso de liquidez⁵⁵; diminuir o custo de carregamento das reservas; investimento em empresas estatais; ou simplesmente podem não ter objetivos específicos. São criados com regulamentação específica de cada nação, que determina os meios de captação dos recursos e o modo de gerência das aplicações.

As aplicações dos fundos podem ter ainda objetivos específicos como: estabilizar o orçamento público em épocas de déficits orçamentários, bancar os gastos com seguridade social; permitir intervenções políticas no mercado de câmbio; cobrir déficits da balança comercial; transferência de riqueza entre regiões; gerar poupança que compense a escassez de receita obtida pela exploração de recursos naturais finitos; financiamento do desenvolvimento social, seja por investimento em infraestrutura, pesquisa ou educação; diversificação de riscos das aplicações das reservas; ou simplesmente auferir melhor rentabilidade em comparação às aplicações em títulos mais conservadores, seja para reduzir o custo de carregamento negativo de manter reservas, ou para seguir políticas de investimento com elevado retorno. Lembrando que uma vez aplicados recursos em fundos soberanos, esses recursos já não são mais apurados como integrantes do saldo das reservas internacionais, exceto se o objetivo do fundo for exclusivamente o de investir em ativos de maior risco e que proporcionem maiores retornos sobre o investimento das reservas. (CAGNIN, 2008).

Em países que aplicam em fundos soberanos recursos oriundos de exploração e exportação de recursos naturais, como o petróleo por exemplo, uma das finalidades cruciais do fundo é dar poder de atuação destes governos nos mercados cambiais. Isso para impedir demasiada desvalorização de suas moedas nacionais, frente à grande entrada de moeda estrangeira advinda das exportações, e assim poder evitar o já citado (*seção 3.3*) fato econômico denominado de “doença holandesa”.

Dependendo de sua finalidade, os recursos a serem aplicados nos fundos soberanos podem ser obtidos de maneiras distintas de captação. Seja pela aplicação de recursos diretamente transferidos das reservas internacionais, seja pela receita de impostos específicos, ou até mesmo pela receita de exploração e exportação de recursos naturais abundantes.

Se dispusermos os volumes dos fundos por continente, chegaremos ao resultado mostrado a seguir no *Gráfico 7*. Nele é bem visível a participação de países que têm o petróleo como fonte dos recursos. Por parte dos asiáticos, a China é o nome forte, pois ela detém quase 24% do total das reservas, ou 60% da fatia asiática, e seus recursos são classificados como “não *commodities*”.

⁵⁵ O excesso de liquidez pode ser atenuado pela autoridade monetária em operações onde se comprem moedas estrangeiras com ofertas de títulos públicos para não aumentar a base monetária.

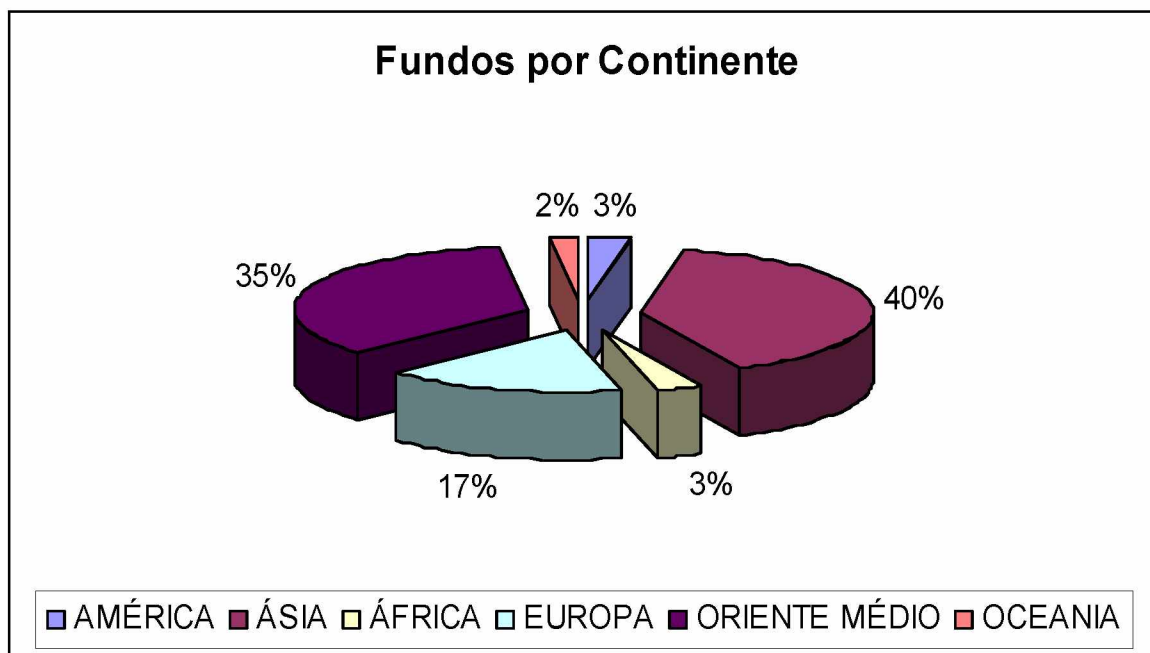


Gráfico 7: Concentração dos Fundos Soberanos por Continentes em Julho de 2011.

Fonte: SWF Institute.

Nota: Produção própria do autor.

Sendo os Fundos Soberanos uma forma de investimento menos conservadora que a aplicação das reservas cambiais, sua carteira provavelmente será composta, dentre outros, por títulos privados negociados nos mercados financeiros. E como tal, o rendimento dessas carteiras pode ser muito sensível às crises financeiras. Porém, os fundos podem ser direcionados (aplicação de recursos) em ações de empresas que integrem setores estratégicos como energético, transportes, tecnológico, dependendo do que melhor convir às políticas estratégicas de desenvolvimento dos governos detentores de tais fundos. É comum que recursos de Fundos Soberanos sejam injetados em empresas (nem sempre estatais) com intuito de resgatá-las em momentos de crise. Ou seja, os fundos podem se tornar um importante instrumento de política econômica, se aplicado internamente em empresas nacionais.

A *Tabela 12* mostra os principais Fundos Soberanos e seus saldos estimados em dólares em julho de 2011. Nela podemos verificar que a maioria dos fundos é de países cuja principal atividade econômica é a exploração de algum recurso mineral, mais precisamente o petróleo. Somando os saldos dos fundos apresentados, pode-se verificar que 58% do total referem-se a esse caso (exploração de recursos minerais).

Tabela 12: Os Principais Fundos Soberanos em Julho de 2011.

NOME DO FUNDO	PAÍS	ATIVOS USS (Bilhões)	INÍCIO
Abu Dhabi Investment Authority	Emirados Árabes	627,00	1976
Government Pension Fund – Global	Noruega	571,50	1990
SAFE Investment Company	China	567,90	1997
SAMA Foreign Holdings	Arábia Saudita	472,50	n/a
China Investment Corporation	China	409,60	2007
Kuwait Investment Authority	Kuwait	296,00	1953
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	China – Hong Kong	292,30	1993
Government of Singapore Investment Corporation	Singapura	247,50	1981
Temasek Holdings	Singapura	157,20	1974
National Social Security Fund	China	146,50	2000
National Welfare Fund	Rússia	142,50	2008
Qatar Investment Authority	Qatar	85,00	2005
Australian Future Fund	Austrália	72,90	2004
Libyan Investment Authority	Líbia	70,00	2006
International Petroleum Investment Company	Emirados Árabes	58,00	1984
Revenue Regulation Fund	Argélia	56,70	2000
Alaska Permanent Fund	US – Alaska	40,30	1976
Kazakhstan National Fund	Cazaquistão	38,60	2000
Korea Investment Corporation	Coreia do Sul	37,00	2005
Khazanah Nasional	Malásia	36,80	1993
State Oil Fund	Arzerbaião	30,20	1999
National Pensions Reserve Fund	Irlanda	30,00	2001
Brunei Investment Agency	Brunei	30,00	1983
Strategic Investment Fund	França	28,00	2008
Oil Stabilisation Fund	Irã	23,00	1999
Social and Economic Stabilization Fund	Chile	21,80	1985
Investment Corporation of Dubai	Dubai	19,60	2006
Alberta's Heritage Fund	Canadá	14,40	1976
New Mexico State Investment Council	EUA – Novo México	13,80	1958
Mubadala Development Company	Emirados Árabes	13,30	2002
New Zealand Superannuation Fund	Nova Zelândia	12,10	2003
Sovereign Fund of Brazil	Brasil	11,30	2008
Mumtalakat Holding Company	Barein	9,10	2006
State General Reserve Fund	Omã	8,20	1980
Pula Fund	Botsuana	6,90	1994
Timor-Leste Petroleum Fund	Timor Leste	6,30	2005
Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	México	6,00	2000
Public Investment Fund	Arábia Saudita	5,30	2008
China-Africa Development Fund	China	5,00	2007
Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	EUA – Wyoming	4,70	1974
Heritage and Stabilization Fund	Trinidad & Tobago	2,90	2000
RAK Investment Authority	E.A. – Ras Al Khaimah	1,20	2005
FEM	Venezuela	0,80	1998
State Capital Investment Corporation	Vietnã	0,50	2006
Revenue Equalization Reserve Fund	Quiribati	0,40	1956
National Fund for Hydrocarbon Reserves	Mauritânia	0,30	2006
Government Investment Unit	Indonésia	0,30	2006
TOTAL		US\$ 4,731 trilhões	

Fonte: SWF Institute.

4.2 FUNDO SOBERANO DO BRASIL

Em 12 de maio de 2008 foi anunciada pelo Ministério da Fazenda, a criação do Fundo Soberano do Brasil (FSB), e em 24 de dezembro do mesmo ano foi criado pela Lei Federal nº 11.887. Suas funções oficiais são as de fazer investimentos no Brasil e no exterior; formar poupança pública; combater os efeitos de eventuais crises econômicas e auxiliar nos projetos de interesse estratégico do País no exterior; ampliar a rentabilidade dos ativos financeiros mantidos pelo setor público; promover a internacionalização de empresas brasileiras.

Sua regulamentação⁵⁶ veio somente um ano depois de sua criação, por meio de um decreto presidencial (publicado no Diário Oficial da União em 29/12/2009). Pelo qual o Tesouro ficou autorizado a aplicar os recursos do fundo no mercado interno de câmbio. (TERUMI; 2011).

O governo encaminhou à Câmara dos Deputados, em julho de 2008, o projeto de lei nº 3674, de 2008, que cria o Fundo Soberano do Brasil (FSB), com um aporte inicial de R\$ 14,2 bilhões (equivalente a 0,5% do PIB daquele ano) formado por recursos do orçamento fiscal da União. A principal função do fundo brasileiro será a de reduzir a pressão sobre a cotação do dólar e evitar uma excessiva valorização do real. No primeiro momento, no entanto, terá função meramente fiscal⁵⁷. Segundo o Ministro Guido Mantega, “Foi uma solução melhor do que simplesmente aumentar o superávit primário em 0,5% do PIB, pois com o Fundo o Estado brasileiro terá mais um instrumento de ação”.

Para a criação de um Fundo Soberano brasileiro, são apontadas algumas formas de captação de recursos, dentre os quais: A instituição de um Fundo Soberano poderia se realizar a partir das reservas internacionais já constituídas pelo BACEN, ou adquiridas pelo Tesouro Nacional; pela criação de um imposto sobre as exportações, ou de um depósito compulsório realizado pelos exportadores de *commodities* em moeda estrangeira; pelo fluxo de divisas

⁵⁶ O FSB pode comprar ativos (ações, títulos públicos, debêntures, etc.) no Brasil e no exterior, mas não está autorizado a financiar despesas correntes do governo federal. As decisões de como se aplicarem os Títulos depositados nele são tomadas pelo Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil (CDFSB), formado pelos ministros da Fazenda, do Planejamento e pelo presidente do Banco Central, criado por Decreto em 22 de fevereiro de 2009. Assim, o Tesouro ganhou status de agente no mercado de câmbio, já que, desde outubro de 2009, o ministério cobra o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% sobre todo o capital estrangeiro que entra no País para investir em ações e no mercado de renda fixa (compra de títulos). (TERUMI, 2011).

⁵⁷ Segundo o Ministro Mantega, o FSB foi concebido inicialmente com uma tripla função: contribuir para um crescimento continuado da economia; ter, como segunda base, uma contribuição cambial, já que os seus recursos seriam captados em reais e convertidos em dólares; e servir para apoiar projetos estratégicos do Brasil e de empresas brasileiras no exterior. (DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO, 2011).

adquiridas pelo Tesouro Nacional; a partir da emissão de títulos de dívida do Tesouro Nacional no mercado financeiro internacional; ou pela exploração e exportação das recentemente descobertas reservas de petróleo e gás (campos de pré-sal). Segundo o Ministro Mantega, “assim que esse petróleo começar a ser produzido, o FSB, que começará pequeno, crescerá para US\$ 200 bilhões a US\$ 300 bilhões nos próximos anos”. (DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO, 2011).

Conforme regulamentação, os recursos para formação do FSB podem ter origem em ativos do Tesouro Nacional, inclusive títulos de dívida pública; ações de sociedades de economia mista (Caixa Econômica e Banco do Brasil, por exemplo); os resultados de suas próprias aplicações; e títulos da dívida pública mobiliária federal. Mas a origem inicial dos recursos tem sido fiscal, com objetivo de formação de uma poupança pública.

Existem três fortes fatores que contribuem para a viabilidade da criação do Fundo Soberano Brasileiro (FSB): a descoberta de grandes reservas de petróleo no litoral brasileiro; o aumento substancial das reservas internacionais, ocorrido na última década; e a obtenção da análise de risco no status de “*investment grade*” por parte tanto da *Standard & Poors* quanto da *J.P MORGAN*. Estes fatores foram conquistas de políticas econômicas que têm priorizado atenção sobre as metas de inflação, manutenção do câmbio flutuante (ainda que por bandas de tolerância), e superávit primário, melhorando assim, seus indicadores de endividamento e de solvência externa e na apreciação da taxa de câmbio.

Baseando-se nos saldos de julho de 2011 dos Fundos Soberanos, a participação do FSB é modesta, com apenas US\$ 11,3 bilhões ou 0,24% do total dos fundos, sendo a 32ª posição no ranking dos maiores fundos. Além de ficar atrás de alguns fundos de países com atividade econômica menos expressiva que a brasileira. Porém, o FSB é de criação recente, e seu potencial é enorme se considerado as descobertas de novos poços de petróleo. Com o início da produção brasileira de petróleo a partir da camada pré-sal, a previsão é de que o País se torne um dos grandes exportadores do mundo, o que deve fortalecer a posição do FSB.

Ao declarar abertamente uma política de progressivo acúmulo de reservas, o governo brasileiro tem bons motivos para uma possível alocação de recursos das RI para o FSB. Um bom motivo seria o fato de o atual volume de reservas já ser superior ao mínimo considerado seguro para manter estabilidade econômica; outro, seria o aumento significativo do preço das *commodities* nos últimos anos, em especial o petróleo já que há a expectativa de o Brasil se tornar um dos maiores exportadores mundiais, e certamente terá forte impacto positivo na balança comercial; além da baixa remuneração das aplicações em títulos de dívida de países ricos.

Outro bom motivo é o acordo firmado em 9 de dezembro de 2007 pelos governos da Argentina, Bolívia, Brasil, Equador, Paraguai, Venezuela e Uruguai, para criação do Banco do Sul⁵⁸, com sede em Caracas e uma subsede em Buenos Aires, cujo principal objetivo é propiciar maior integração financeira na região. Dentre seus objetivos específicos, destaca-se o financiamento de obras de infraestrutura, ciência, tecnologia e ações sociais, com parte dos recursos adquiridos no mercado de capitais. Estes possíveis títulos do Banco do Sul seriam uma opção de investimento ao FSB.

Há também algumas críticas sobre pontos negativos relativos a criação do FSB.

O FSB não possui (ainda) nenhuma das três características e pré-requisitos ditos clássicos para a formação destes tipos de fundos, pois o Brasil: não é reconhecido internacionalmente como uma economia exportadora de *commodities*; não gera reservas com superávits fiscais elevados; e não é uma economia predominantemente superavitária no seu balanço de pagamentos. Segundo Freitas (2011), o FSB não deveria ser classificado como Fundo de Riqueza Soberana. "O que caracteriza os SWF⁵⁹s é serem constituídos a partir de recursos originários ou da exploração de recursos naturais escassos ou de receitas de exportação".

O FSB seria constituído com adicional de 0,5% à meta do superávit primário. Como o Brasil não tem superávit fiscal, não é possível classificar esse fundo como SWF, pois não será constituído nem por reservas acumuladas a partir de superávits em transações correntes nem de receitas da exploração de recursos naturais... (FREITAS, apud DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO, 2011).

A principal crítica sobre o FSB está relacionada aos custos de oportunidade. O Brasil não é predominantemente superavitário nominal, e um acréscimo de receita fiscal tem melhor aceitação popular se aplicada em infraestrutura e obras sociais, do que se aplicadas em aumento de reservas. Além de alguns economistas (como Freitas, por exemplo) considerarem os atuais saldos das RI brasileiras relativamente baixos para constituição de um SWF.

Para que um Fundo Soberano cumpra seus objetivos de obter ganhos de capital, requer a nomeação de gerência e administradores altamente especializados, com experiências em mercados internacionais de capital e que atuem como investidores institucionais. Esse grau de administração também exige que existam códigos de conduta bem elaborados e práticas de governança responsáveis, além de transparência na divulgação de informações que expressem o cumprimento ou não dos objetivos do Fundo.

⁵⁸ Matéria publicada pelo *LE MONDE DIPLOMATIQUE BRASIL* (ver Referências).

⁵⁹ SWF - Sovereign Wealth Funds: Fundos Soberanos.

CONCLUSÃO

Desde o fim do sistema *Bretton Woods* muitos governos têm adotado políticas de acúmulos de RI para protegerem suas economias frente a choques externos de crises internacionais. A experiência nos mostra que os países que se precaveram com grandes volumes de reservas, enfrentaram com maior tranquilidade as crises internacionais pelas quais tiveram contato. É como uma empresa, que no decorrer do exercício de suas atividades consegue formar uma poupança, com o intuito de se precaver de momentos desfavoráveis no mercado que possa vir a enfrentar.

Em nações de economia aberta, o fluxo de entrada de capitais estrangeiros está diretamente ligado às expectativas e credibilidade dos agentes dos mercados internacionais, no nível de exposição e vulnerabilidade que a economia interna possa sofrer de ataques especulativos e ondas de choques de crises internacionais. O principal indicativo que estas nações têm a seu favor em “barganhar” confiança e credibilidade em sua idoneidade na honra de seus compromissos é a disponibilidade de suas reservas de depósitos de moedas conversíveis. As reservas são uma poupança que oferecem a alternativa de não se precisar recorrer a instituições internacionais em busca de empréstimos e financiamentos para saneamento em períodos de crise. Por isso concluo que a política de reservas cambiais deve ser uma das prioridades de estratégia dos gestores de política econômica.

A importante função em que as reservas atuam como ferramenta no controle da taxa de câmbio, tem sido muito relevante na condução de políticas econômicas de países emergentes. O Brasil, a exemplo de outros países, adota uma política de câmbio flutuante com bandas de tolerância, e o BACEN tem nas reservas a segurança de gerenciar a taxa de câmbio da maneira que melhor lhe convir conforme suas metas de inflação e crescimento econômico interno. Em eventos de crise ou ataques especulativos o BACEN toma decisões diretamente ligadas e combinadas à taxa de câmbio e à inflação, priorizando a manutenção da liquidez do sistema financeiro. E nisso consiste a necessidade de manutenção de um nível mínimo de reservas que permitam eficiência operacional aos gestores do sistema financeiro.

Não existe consenso entre pesquisadores e formuladores de políticas econômicas sobre o que seria o “nível ótimo” das reservas, pois cada país possui peculiaridades e prioridades estratégicas em suas economias internas. Mas podemos afirmar que em um regime de câmbio fixo os requisitos e exigibilidades para o volume das reservas são maiores, já que a

autoridade monetária intervém com frequência no mercado para manter a taxa de câmbio conforme sua conveniência.

Cada governo deve identificar suas prioridades e formar um nível mínimo de reservas que lhe permita estabilidade no comércio internacional, e seja o menos oneroso possível ao erário público. Pois, baixos níveis de reservas expõem o país a vulnerabilidades que podem gerar prejuízos muito superiores aos possíveis custos de carregamento das reservas.

Tendo como parâmetro alguns indicativos de níveis mínimos de reservas a serem mantidos, é certo que durante décadas o BACEN manteve o volume de reservas quase sempre aquém do necessário a garantir estabilidade à economia interna, frente aos choques externos ocorridos. Entretanto, nos últimos anos observou-se uma mudança radical nas políticas cambiais com objetivo de formação de grandes volumes de reservas, as quais coincidem com o aquecimento da economia brasileira com bons resultados até então sem precedentes. Não podemos afirmar que estes altos níveis de reservas sejam os responsáveis pelo bom momento que a economia brasileira vem passando, mas certamente pudemos verificar que foi um dos fatores mais importantes que contribuíram para estes resultados, junto aos crescentes controles sobre os gastos públicos. De certo modo, podemos dizer que o governo brasileiro efetuou uma troca de passivos, substituindo uma gigantesca dívida externa por uma enorme dívida interna, manobra aparentemente simples, mas que foi o estopim de eventos sucessivos que permitiram um crescimento econômico surpreendente, e modificou significativamente as expectativas e confiança de investidores estrangeiros sobre a solidez de nossa economia.

A aplicação das reservas principalmente em títulos de dívida pública norte-americanos, e em títulos considerados conservadores, tem provocado um enorme custo financeiro e de oportunidade à sociedade brasileira. Daí a necessidade de criação de uma carteira de ativos que possa minimizar estes custos, ou até mesmo a aplicação de parte destas reservas em Fundos Soberanos eficazes na proteção dos valores e do patrimônio investido. Os inúmeros benefícios que os altos saldos de reservas têm proporcionado à economia brasileira (principalmente relativos à entrada de capitais estrangeiros) devem ser confrontados com os custos de oportunidade, pois a aplicação interna deste numerário geraria enormes benfeitorias necessárias (algumas carentes) na sociedade brasileira. As classes sociais mais carentes, que muito necessitam de políticas públicas, sentem relevantemente a ausência do Estado em alguns setores sociais. Por outro lado, as classes de melhor poder aquisitivo, aquelas que “sentem no bolso” estes custos da manutenção das reservas, pois são as que sentem a “duras penas” a carga dos impostos corroerem suas rendas, cobram melhores aplicações do dinheiro

público que priorizem principalmente o não desperdício. O importante é que em todos os setores da sociedade brasileira, é crescente um movimento de cobrança e monitoramento sobre a gestão dos gastos públicos. Este é um passo importante no desenvolvimento de uma sociedade democrática de economia emergente.

Tradicionalmente as reservas têm sido aplicadas em títulos de baixo risco de crédito e de alta liquidez nos mercados financeiros internacionais, e os títulos de dívida pública de países ricos são o principal ativo em que as reservas são aplicadas, em especial os títulos públicos norte-americanos. Na conjuntura econômica recente, a baixa rentabilidade destes títulos abriu nos últimos anos uma tendência de procura por diversificação de portfólio nas carteiras de investimentos, com objetivo de ampliação de sua rentabilidade. Surge então a constituição de Fundos Soberanos como opção de investimentos, por meio de transferências de parte do excedente das reservas.

O reconhecimento internacional das agências de análise de crédito com a elevação dos títulos públicos brasileiros à condição de grau de investimento, considerando adequadas as políticas e os fundamentos econômicos do país, gerou um ambiente propício aos investimentos externos e consequente crescimento econômico. Um cenário facilitador de formação de excedentes de reservas, os quais podem ser transferidos ao FSB.

Os Fundos Soberanos são uma forte tendência de adoção das economias abertas, principalmente por países emergentes com forte movimento exportador de *commodities*, ou exportador de bens e serviços. O Brasil como economia emergente, com expectativa de crescentes exportações de petróleo criou seu Fundo Soberano. O ideal seria que as estratégias de governança deste fundo não ficassem restritas apenas a exploração e exportação de petróleo do pré-sal. Parte dos recursos das reservas poderia ser aplicada neste fundo, e suas aplicações poderiam ser menos conservadoras, no intuito de se capitalizar a riqueza nacional e que futuramente esse numerário possa ser convertido no bem-estar social do povo brasileiro.

Seria interessante ao governo brasileiro adotar políticas de investimentos de médio e longo prazos, e utilizarem o Fundo Soberano do Brasil para aplicação em títulos de países europeus (Portugal, Itália, Espanha, Grécia, por exemplo), que estão enfrentando momentos de instabilidade econômica e oferecem boas taxas de juros em seus títulos de dívida. Uma boa opção para abatimento do custo que as RI brasileiras têm ocasionado ao erário.

O governo brasileiro poderia se beneficiar do momento crítico que a economia de alguns países ricos (em especial, países europeus integrantes à zona do euro) têm enfrentado, e compor parte dos ativos dos Fundos Soberanos com títulos de dívida pública destas nações, como forma de aplicação de médio e longo prazos. Essa opção de investimento aferiria bons

rendimentos aos fundos nacionais, além de contribuir para a estabilidade e saneamento de crises externas.

Porém, antes que o Brasil priorize a formação e gerenciamento de um forte Fundo Soberano, deve resolver sérios pontos de sua política econômica que vão de contramão ao crescimento e desenvolvimento. Podemos citar como pontos cruciais a elevada relação entre a dívida pública e o PIB, e as altas taxas de juros praticadas, ambos diretamente relacionados. É muito penoso à sociedade brasileira, carente de inúmeras obras sociais, bancar a remuneração de agentes especuladores, e altas taxas de juros fazem com que haja maior disposição em poupar a investir. Conforme mostrado na *Tabela 7: Principais Gastos do Governo Brasileiro*, os gastos do governo com a manutenção das reservas têm superado substancialmente os principais gastos do orçamento da União. Isso gera um pesar enorme em uma sociedade que vem lutando nas últimas décadas para sair do grau de subdesenvolvimento, e cria expectativas enormes sobre as possíveis aplicações sociais destes recursos.

A gestão das Reservas Internacionais é uma questão restrita ao Gabinete da Presidência, ao Ministério da Fazenda e ao BACEN. Mas suas consequências e os fatos econômicos que dele derivam são tão abrangentes e relevantes à economia nacional, que este tema deveria ser mais bem elucidado aos cidadãos comuns, para que os mesmos pudessem refletir sobre as prioridades políticas do seu governo e questionarem sobre os rumos da economia. Como as Reservas, grosso modo tratam-se de poupanças públicas, nada mais justo que sua aplicação atente aos interesses, único e exclusivamente, do povo brasileiro.

As RI são compostas de diversos ativos os quais em sua maioria possuem alta liquidez. São então recursos disponíveis a qualquer tempo aos governos que as constituem. Como o próprio nome sugere (reservas) servem principalmente para segurança em momentos de instabilidades econômicas. E como tal, respeitando as prioridades de cada política econômica, podem apresentar saldos mínimos seguros a serem constituídos pelos governos, e se forem bem gerenciadas de modo a se eliminarem os custos de carregamento, não possuem limites máximos de acúmulo. Para que as RI não acarretem custos, seus gestores devem trabalhar fortemente sobre sua composição, buscando constituir carteiras de ativos que afirmem rendimentos capazes de cobrir os custos, sem jamais abrir mão da segurança. Ou seja, tendo cuidado de não confiar em promessas especulativas que coloquem em risco seus investimentos.

Nas relações financeiras e relações de comércio, a credibilidade, a confiança e as expectativas dos agentes são fatores determinantes nos fluxos de capitais. Assim, é imprescindível que governos consigam transparecer confiança e tranquilidade quanto a sua

capacidade de pagamentos. Manter saldos altos de reservas juntamente com volumes baixos de endividamento é um passo importantíssimo do processo creditício. É inegável a posição de respeito e credibilidade que o Brasil tem alcançado na comunidade internacional, em especial no comércio internacional, a partir do momento que adotou a postura responsável de estocar reservas e maior controle sobre os gastos públicos. Esta combinação entre mais reservas e menos gastos, certamente proporcionará bons resultados às gerações futuras da sociedade brasileira.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 8. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2009.

ALVES, Valdecarlos. Risco Brasil tem queda e fecha a 171 pontos. **Blog da folha**. Disponível em: < <http://www.blogdafolha.com.br/index.php/materias/18283?task=view>>. Acesso em: 07 abr. 2011.

ARAGÃO, Murilo de. **O custo das reservas brasileiras**. Brasil Econômico. On-Line. Disponível em: < http://www.brasileconomico.com.br/noticias/o-custo-das-reservas-brasileiras_101461.html>. Acessado em: 20 ago. 2011.

ÁVILA, Rodrigo Vieira. **Acúmulo de Reservas Cambiais**: Farra dos Especuladores e Explosão da Dívida Interna. Disponível em: <http://www.divida-auditoriacidada.org.br/artigos/artigo.2008-02-29.8019634295/document_view>. Acesso em: 02 nov. 2010.

BACEN, Banco Central do Brasil. **Prestação de Contas à Sociedade**. On-line. Disponível em: <<http://www.BACEN.gov.br/?PCONTAS>> . Acesso em: 01 out. 2010.

BACEN, Banco Central do Brasil. **Relatório de Gestão das Reservas Internacionais**. Brasília, DF: jun. 2010. v. 02, 34 p. Disponível em: <<http://www.BACEN.gov.br/pom/gepom/relgestri/2010/08/relgestresint062010.pdf>>

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 4. ed. São Paulo, SP: Pearson, 2007.

BM&F BOVESPA. **Bolsa de Valores**. On-line. Disponível em:< <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>

BRASIL ECONÔMICO. On-line. Disponível em: <<http://www.brasileconomico.com.br/>>.

CAGNIN, Rafael Fagundes et al. **O Debate em torno dos Fundos Cambiais: experiências internacionais**. Campinas, Sp: Unicamp, 2008. 63 p. (ISSN 0103-9466). Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 150.

CAGNIN, Rafael Fagundes et al. O debate em torno da criação de um Fundo Cambial no Brasil. Campinas, SP: Unicamp, 2008. 63 p. (ISSN 0103-9466). **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP n. 152.

CAVES, Richard E.; FRANKEL, Jeffrey A.; JONES, Ronald W.. **Economia Internacional: Comércio e Transações Globais**. 8. ed. São Paulo, SP: Saraiva, 2001.

CIA, Central Intelligence Agency. **Publications: The World Fact book**. On-line. Disponível em: < <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2188rank.html>>. Acesso em: 22 mar. 2011.

CGU, Controladoria Geral da União. **Relatório da Atuação Governamental e o Balanço Geral da União**. On-line. Disponível em: <<http://www.sfc.fazenda.gov.br/Publicacoes/PrestacaoContasPresidente/2010/Sumario.asp>>.

DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO: **Fundos Soberanos - Uma aposta diferente no mercado internacional**. Brasília - Df: Ipea, n. 69, 2011. Mensal. Disponível em: <http://desafios.ipea.gov.br/index.php?option=com_content&view=article&id=1198:catid=28&Itemid=23> Acesso em : 20 out 2011.

Dólar turismo custa mais que o comercial. **Operações Cambiais**. On-line. Disponível em: < <http://operacoescambiais.terra.com.br/noticias/pessoa-fisica-3/dolar-turismo-custa-mais-que-o-comercial-97>> Acesso em 20 maio 2011.

ENFIN. **Enciclopédia de Finanças**. On-line. Disponível em: <<http://www.enfin.com.br/>>

FAZENDA, Ministério da. **Dívida Pública, Reservas Cambiais e Estratégia Ótima em Eventos de Crises Financeiras Tema 1**. Disponível em: <www.tesouro.fazenda.gov.br/premio_TN/IXPremio/divida/1afdpIXPTN/1premio_afdp.pdf> Acesso em 02 fev. 2011.

FMI. **Fundo Monetário Internacional**. On-line. Disponível em: < <http://www.imf.org/external/index.htm>>.

GARCIA, Márcio G. P. **Qual o nível adequado de reservas cambiais?** Ago 2006. On-Line. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/Valor%20060803%20v03.pdf>>. Acesso em: 05 abr. 2011.

GOLDPRICE. **Where the world checks the gold price**. On-Line. Disponível em: <<http://goldprice.org/index.html>>. Acessado em: 10 ago. 2011.

IBRE/FGV, Carta do. Chegou a hora de rever a política de intervenção e acúmulo de reservas. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, RJ, v. 03, n. 64, p.05-09, mar. 2010. Mensal.

IPEADATA. **Dados Macroeconômicos**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: mar. 2011.

ITAMARATY, Ministério das Relações Exteriores. **Sala de Imprensa – Seleção Diária de Notícias**. On-Line. Disponível em: <<http://www.itamaraty.gov.br/sala-de-imprensa/selecao-diaria-de-noticias/midias-nacionais/brasil/valor-economico/2011/04/11/brasil-dira-ao-g-20-que-acumulo-de-reservas-contr>>. Acesso em 11 abr. 2011.

ITAÚ S.A. **Relações com Investidores – Demonstrações Contábeis e Financeiras**. On-Line. Disponível em: <<http://ww13.itaubr.com.br/itau/HTML/pt-BR/Download/Download.htm>>. Acesso em 20 ago. 2011.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1996. (Os Economistas).

KOHLER, Marcos. **Quanto custa ao Brasil manter um elevado nível de reservas internacionais?** On-Line. Disponível em: <<http://www.brasil-economia-governo.org.br/2011/04/04/quanto-custa-ao-brasil-manter-um-elevado-nivel-de-reservas-internacionais/>> Acessado em: 23 ago. 2011.

KRUGMAN, Paul R.. **Economia Internacional**: Teoria e Política. 6. ed. São Paulo, SP: Pearson, 2009.

Krugman, P. e M. Obstfeld (2000). **Economia Internacional**: Teoria e Política. São Paulo: Makron Books. 5ª ed., cap. 13.

LE MONDE Diplomatique Brasil. **Banco do Sul: libertação ou ilusão?** Por Julio Sevaes. On-line. Disponível em: <<http://www.diplomatique.org.br/artigo.php?id=129&PHPSESSID=099cbc670a7e8a6c998a4f532aaf76c9>>. Acessado em: Jun. 2011.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia Científica**. São Paulo, SP: Atlas, 2010.

MME. Ministério das Minas e Energia. **Avaliação da carga tributária incidente sobre o setor mineral**. Por Eduardo Vale, Eliezer Brás e Ozires Carvalho (Estudos de Política Mineral nº 06). Brasília: DNPM, 204 p, 1992.

OLIVEIRA, Kelly. Reservas internacionais têm nível "moderado", diz indicado para o BC. **Agência Brasil**. On-line. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimas->

noticias/redacao/2010/12/07/reservas-internacionais-tem-nivel-moderado-diz-indicado-para-o-bc.jhtm>. Acesso em: 01 de fev. 2011.

Reservas internacionais chegam à marca de US\$ 300 bilhões. **Economia e Negócios**. On-line. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/economia+geral-economia,reservas-internacionais-chegam-a-marca-de-us-300-bilhoes,54618,0.htm>>. Acesso em: 20 mar. 2011.

RICARDO, David. **Princípios de Economia Política e Tributação**. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1996. (Os Economistas).

SFREDO, Marta. Guerra Cambial: EUA e China contra todos os demais. **Diário Catarinense**, Florianópolis, SC, 10 nov. 2010. Caderno de Economia, p. 16, 17.

SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações**: Investigação Sobre Sua Natureza e Suas Causas. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1996. (Os Economistas).

Standard and Poor's. **Ratings de Crédito de Emissor**. On-line. Disponível em: < <http://www.standardandpoors.com/ratings/pt/la/>>.

SWF Institute. **Classificação dos Fundos Soberanos**. On-line. Disponível em: <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

TAVARES, Eduardo. **As 10 maiores reservas de ouro do mundo**. 17 nov. 2010. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/economia/mundo/noticias/as-10-maiores-reservas-de-ouro-do-mundo>> Acessado em 10 ago. 2011.

TERUMI, Nívea. **Entenda o Fundo Soberano do Brasil**. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia,entenda-o-fundo-soberano-do-brasil-,7156,0.htm>>. Acessado em 20 ago. 2011.

VASCONCELLOS, Paulo. **Crise Mundial - BC adota novo modelo de gestão das reservas**. Disponível em: <http://www.sinal.org.br/informativos/porsinal/?id=5801&tipo=por_sinal&show=shw&numero=29>. Acesso em: 02 nov. 2010.